PAPELES
DE ECONOMIA ESPAÑOLA
FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

Nº 33

LA NUEVA ERA DE LA DEUDA PUBLICA EN ESPAÑA



OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

PAPELES
DE ECONOMIA ESPAÑOLA

33

1987

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

PATRONATO

ALVARO VILLAGRAN Y DE VILLOTA *(Presidente)*
JOSE JOAQUIN SANCHO DRONDA *(Presidente de Honor de la CECA)*
MARIANO NAVARRO RUBIO *(Presidente de Honor de la Fundación FIES)*
MIGUEL ALLUE ESCUDERO
JOSE ANTONIO BONTIGUI ZUBIAURRE
MIGUEL CASTILLEJO GORRAIZ
LUIS CORONEL DE PALMA
FRANCISCO COSTABELLA PAPIOL
JULIO FERNANDEZ GAYOSO
FRANCISCO FERNANDEZ JARDON
JOSE EMILIO NIETO DIEGO
MANUEL OCEN GONZALEZ
MATEO RUIZ ORIOL
CARLOS SISTIAGA COARASA
MIGUEL DE UNAMUNO PEREZ
JOSE MARIA VARGAS-ZUÑIGA Y LEDESMA
AVELINO VILA OTERO

CONSEJO DE REDACCION

ENRIQUE FUENTES QUINTANA *(director)*
JULIO ALCAIDE INCHAUSTI
JOSE ANTONIO ANTON PEREZ
TRINIDAD CANO SIMON
FRANCISCO CASTELLANO REAL
JUAN RAMON CUADRADO ROURA
JOSE LUIS DE ECHARRI GONZALO
JOSE GARCIA LOPEZ
JUAN GIL RUZ
JOSE MANUEL GONZALEZ-PARAMO
FERNANDO GONZALEZ OLIVARES *(redactor-jefe)*
CARLOS HORNILLOS GARCIA
MANUEL LAGARES CALVO
JORGE PEREIRA RODRIGUEZ
VICTOR PEREZ DIAZ
JOSE LUIS RAYMOND BARA
JAIME REQUEIJO GONZALEZ
MIGUEL SANCHEZ ALBERTI
JOSE SEVILLA SEGURA
VICTORIO VALLE SANCHEZ

Coordinación gráfica

María Elena Leguina Vicéns

Realización gráfica

Nicolás Ortega

Portada

Bravo-Lofish

Edita

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros
Padre Damián, 48. 28036 Madrid

Imprime

RAYCAR, S. A. Impresores
Matilde Hernández, 27. 28019 Madrid
Depósito legal: M. 402 - 1980
ISSN: 0210-9107

SUMARIO

INTRODUCCION EDITORIAL

«La nueva era de la deuda pública española» V

I. SITUACION DE LA DEUDA PUBLICA Y PRINCIPALES PROBLEMAS

Introducción:	2	
Perspectivas de la evolución de la deuda pública:	10	*J. C. Chouraqui, B. Jones* y *R. B. Montador*
La deuda y el déficit públicos de Estados Unidos en los problemas actuales de la economía mundial:	27	*Enrique Fuentes Quintana*
La deuda pública y la política fiscal en los países en desarrollo:	53	*Vito Tanzi* y *Mario I. Blejer*
El problema de la deuda externa de los países en desarrollo: indicadores básicos y perspectivas:	74	*José Manuel González-Páramo*

II. SITUACION DE LA DEUDA PUBLICA EN ESPAÑA

Introducción:	80	
Perfil histórico de la deuda pública española:	86	*Francisco Comín*
Endeudamiento del sector público en España:	120	*Rafael Alvarez Blanco*
Déficit, inflación y deuda:	138	*Miguel Sebastián, César Molinas* y *Josep Baiges*
El endeudamiento de los distintos niveles de administraciones públicas españolas:	155	*Miguel Roig Alonso*
Deuda pública y déficit público:	172	*Victorio Valle Sánchez*

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

Introducción:	186	
Evolución a medio plazo de la deuda pública:	192	*Rafael Repullo*
Déficit público y política monetaria:	198	*Luis Servén* y *José A. Trujillo*
Restricción presupuestaria y sostenibilidad de la deuda:	201	*A. Cividini, G. Galli* y *R. S. Masera*
Déficit públicos y deuda pública: el caso de Bélgica (1974-1987):	226	*V. Van Rompuy* y *B. Naudts*

IV. LOS MERCADOS DE LA DEUDA PUBLICA Y EL SISTEMA FINANCIERO

Introducción:	240	
Presente y futuro de la política de deuda pública en España:	244	*Raimundo Ortega*
Deuda pública y banca privada:	263	*Rafael Termes Carreró*
La deuda pública y las Cajas de Ahorros:	275	*Manuel J. Lagares Calvo*
Deuda pública, desintermediación e innovación financiera:	285	*Carlos Contreras Gómez*

V. ENDEUDAMIENTO DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS Y CORPORACIONES LOCALES

Introducción:	298	
Endeudamiento y carga financiera de las corporaciones locales:	301	*Andrés García de la Riva*
El endeudamiento de las comunidades autónomas:	318	*Alfonso Ortuño Salazar*
La dimensión autonómica de la deuda pública:	329	*Braulio Medel Cámara*
Regulación de la deuda exterior en las comunidades autónomas:	336	*Carlos Monasterio Escudero*
Endeudamiento de los entes territoriales. 1979-1985:	338	*Pilar Ortiz Junquera*

VI. CONSIDERACION ACTUAL DE ALGUNOS EFECTOS DE LA DEUDA PUBLICA

Introducción:	344	
Traslación intergeneracional de la carga de la deuda pública:	347	*José Manuel González-Páramo* y *Carlos Contreras*
La carga de la deuda: una breve historia:	362	*Richard Musgrave*
¿Son equivalentes deuda pública e impuestos? Teoría y evidencia:	365	*José Luis Raymond* y *José Manuel González-Páramo*
Los déficit presupuestarios, el crecimiento monetario y el fenómeno del *crowding out*:	393	*Jean-Claude Chouraqui*
Deuda pública y desarrollo económico:	405	*Agustín Molina Morales* y *José Sánchez Maldonado*
Deuda pública, impuestos y crecimiento demográfico:	426	*Miguel Angel López García*

COLABORACION ESPECIAL

Deuda pública y hacienda pública:	436	*James M. Buchanan* y *Marilyn R. Flowers*
Un programa de política fiscal:	442	*Robert J. Barro*

Introducción Editorial

LA NUEVA ERA DE LA DEUDA PUBLICA ESPAÑOLA

UN EDITORIAL ESCRITO EN LA PORTADA

Bien podría decirse que la introducción editorial de este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA está ya escrita. Mejor aún, dibujada. Vuelva el lector a la portada y ahí está —afirmado con elocuencia insuperable— el mensaje fundamental que desearíamos hacerle llegar desde las páginas de la Revista. La deuda pública española ha superado hoy los máximos registrados en su historia contemporánea desde que, a mediados del siglo XIX, Bravo Murillo pusiera al día y ordenara en un esquema comprensible los débitos del Estado. Los niveles actuales de deuda pública superan —en pesetas de capacidad adquisitiva constante— los máximos históricos anteriores que, además de ser menores, tenían tras de sí hechos bélicos excepcionales que explicaban la multiplicación del gasto público y la deuda. Nunca, en tiempos de paz y crecimiento positivo de la producción, España había tenido la deuda pública que hoy se debe.

El crecido nivel alcanzado por la actual deuda pública española no tiene un solo foco emisor, sino todos los que integran las administraciones públicas. España vive hoy en su Estado, en su seguridad social, en sus autonomías y en sus ayuntamientos bajo el signo común del déficit y la deuda pública. Aún más, las administraciones públicas han cargado —asumiéndolas— con deudas que no habían producido, como las generadas por el grupo RUMASA y las creadas por los déficit continuados de las empresas del INI. Es la suma plural de esas fuerzas deficitarias la que empuja diariamente al alza la creciente marea de la deuda pública española. En ese impulso creciente —y no contenido aún— que domina la deuda pública española se centra la preocupación unánime que transmite la lectura de las colaboraciones de este número de PAPELES. Porque si el lector lee atentamente el editorial escrito en nuestra portada, comprobará que en 1986, cuando la serie de la deuda pública se cierra, no concluye en un máximo, sino en un punto situado en una tendencia creciente que apunta hacia más deuda en el futuro. Y de ese futuro ya hemos vivido su primer año: 1987. En él, la deuda pública se ha elevado en un 12,50 por 100, pasando de 15,3 a 17,3 billones de pesetas, y ese proceso de endeudamiento creciente continuará en 1988. Este ejercicio lo abordó cada español, como miembro del cuerpo político, debiendo 446.278 pesetas, una deuda a la que

acompaña la servidumbre inevitable de pagar los intereses de esa deuda debida y devolver sus principales.

LOS COSTES OPORTUNIDAD DE LA CARGA POR INTERESES DE LA DEUDA PUBLICA, EN TERMINOS DE INGRESOS Y GASTOS PUBLICOS

La cuantía de esos pagos por intereses de la deuda —que constituye su más evidente consecuencia— supuso, en 1986, 1,3 billones de pesetas, el 4,1 por 100 del PIB de ese año. Esa cifra es importante y se ha creado en muy poco tiempo, pues en 1980 sólo significaba el 0,7 por 100 del PIB. Ese coste de los intereses de la deuda para la hacienda pública española puede apreciarse mejor cuando se le considera en términos de sus ingresos y gastos.

Los pagos por intereses equivalían, en 1986, al 77 por 100 de lo recaudado en ese ejercicio por el impuesto personal sobre la renta, y eran 2,4 veces más de lo que se recaudó con el impuesto sobre el beneficio de sociedades. Equivalencias elementales que muestran que la deuda pública creada en el *pasado* se paga en el *presente* con más impuestos. Impuestos que hoy podrían reducirse, con beneficio para los contribuyentes, si la deuda pública no existiera. El aumento de la deuda pública en el *presente* significa más impuestos en el *futuro*. No hay deuda pública gratuita.

Alternativamente, con los mismos ingresos, la reducción de la deuda permitiría elevar sustancialmente el presupuesto de gastos. Los pagos por intereses de la deuda pública suponen hoy un 10 por 100 del gasto total de las administraciones públicas, ocupando un lugar en el que, en su ausencia, podrían estar situadas otras partidas de gasto. Con lo que hoy se gasta en intereses de la deuda podrían duplicarse prácticamente los gastos de sanidad y vivienda, duplicarse con exceso los gastos de educación y multiplicarse por doce los gastos de justicia. La deuda y su crecimiento se abren siempre paso en el presupuesto de gastos, pues los pagos de intereses tienen un carácter de gastos comprometidoss e irreductibles, por lo que presionan y comprimen con éxito a otros gastos para un nivel de ingresos dado (o limitación presupuestaria). Las elecciones presupuestarias tienen así menos libertad, padeciendo una creciente rigidez. Esa presencia imperativa y galopante de los pagos por intereses se ha acusado en el presupuesto español —a pesar del aumento extraordinario de los impuestos— en un retroceso relativo (tanto en su participación en el presupuesto de gastos como en su relación con el PIB) de las funciones tradicionales de educación, sanidad y vivienda, motivando una profunda insatisfacción del ciudadano con los servicios públicos que se le ofrecen, insatisfacción que desata una presión social incontenible sobre esos servicios desatendidos, lo que desembocará en futuros gastos en ellos, con más déficit y más deuda pública.

LA NUEVA ERA DE LA DEUDA PUBLICA COMO FENOMENO GENERAL Y ESPAÑOL

La nueva era de la deuda pública que hoy vivimos tiene en su crecido nivel y en la atención del servicio de los intereses y devolución de sus principales su signo externo más revelador. Pero en manera alguna su *único* coste. Porque una deuda *creciente* significa una disponibilidad de ahorro *menguante* con destino a la inversión privada creadora de empleos.

La colocación de una deuda creciente plantea problemas graves a la libertad del sistema financiero, que se verá presionado para aceptar coactivamente más títulos públicos de los que admite el mercado. La financiación de una deuda creciente dificulta la práctica de una política monetaria antiinflacionista y obstaculiza la mejor asignación de los recursos económicos de una sociedad.

Pese a la evidencia, y a la carga que para un país suponen los costes de la deuda, es evidente que si hoy se atiende a las cifras elementales de endeudamiento, se comprobará que éstas definen una nueva era en toda las sociedades occidentales.

Nuestro tiempo es la era del endeudamiento. La hacienda pública española ha participado en ese movimiento universal con el apasionado extremismo con el que los españoles vivimos las tendencias dominantes en el mundo. Hemos llegado tarde al endeudamiento, pero lo estamos interpretando con la fe de un converso, como si tratáramos de recuperar el tiempo perdido en endeudarnos. Una fe que transmiten todas las tasas que miden la creencia y la práctica de una sociedad en la deuda: tasas de aumento de la propia deuda, de las cargas por intereses, tasas de crecimiento de la deuda de los distintos integrantes de las administraciones públicas, porcentaje de financiación del déficit por el recurso al Banco de España.

LAS CARACTERISTICAS DEFINITORIAS DE LA NUEVA ERA DE LA DEUDA PUBLICA

Sin embargo, la nueva era de la deuda pública no puede definirse ni conocerse tan sólo por el signo externo terminal de su crecimiento. Esa nueva era del endeudamiento es *nueva* por las causas que impulsan el crecimiento de la deuda pública y por los motivos sociales y políticos que constituyen las lejanas y poderosas raíces que sustentan esa propensión al endeudamiento público en los grupos políticos occidentales.

TRES CAUSAS

Tres son las causas que explican la nueva era que vive la deuda pública respecto al pasado:

1) El carácter predominantemente *estructural* del déficit público, que da origen a los aumentos de la deuda.

2) *La debilidad permanente de la tasa de desarrollo* de las distintas economías.

3) *Los elevados tipos reales de interés*, relacionados con la continuidad de los déficit públicos esperados, que encarecen la financiación por medio de la deuda.

EL ENDEUDAMIENTO COMO PROBLEMA ESTRUCTURAL

La característica más destacada del proceso de endeudamiento del sector público que se inicia al comienzo de la crisis económica en 1973, y que llega hasta nuestros días, es la de su persistente continuidad.

A partir de esa realidad, los economistas y hacendistas han propuesto diferenciar en el déficit público dos componentes: el *coyuntural* o cíclico (derivado de la caída de la actividad económica por debajo de la tasa de crecimiento potencial del PIB) y el *estructural* o permanente (aquella parte del déficit que se registra cuando la economía marcha al ritmo que señala la tasa de crecimiento potencial del PIB). Separar esos dos componentes del déficit público plantea notables dificultades analíticas, pero esas dificultades no pueden negar la importancia de esa diferenciación. Las causas que han intensificado la relevancia del déficit *estructural* son numerosas, y van desde la rigidez probada del gasto público ante las variaciones en la disponibilidad de los ingresos hasta las demográficas, que impulsan el gasto de las prestaciones de la seguridad social, por el envejecimiento de la población, y el aumento de la tasa de dependencia (relación entre la población pasiva que percibe las prestaciones de la seguridad social y la población activa que paga las cotizaciones a la misma), pasando por otros motivos poderosos que presionan en la misma dirección, como son: la degradación paulatina del rigor presupuestario y del control del aumento del gasto público (la diferencia entre gasto presupuestario y gasto realizado es escandalosa en muchos países, como sucede en España, y se ve favorecida por los múltiples expedientes de ampliación del gasto no presupuestado); la concentración de los servicios públicos en la atención a las necesidades privadas que no han financiado quienes las sienten, con el aumento consiguiente de los gastos públicos en esa dirección; la más rápida adaptación del gasto público, respecto de los ingresos, a las variaciones de la inflación; el deliberado aplazamiento, en fin, de las elevaciones de los impuestos ante el aumento de los gastos, motivado por la huida de la impopularidad política que acompaña a una tributación más exigente.

La falta de conciencia y/o voluntad política para separar esos déficit de tan diverso signo han llevado a muchos países a considerar sus variaciones como transitorias, y a suponer que el impacto del déficit en sus economías sería temporal. Bajo la influencia dominante de las ideas keynesianas, se ha valorado el déficit por su impacto positivo sobre la actividad económica corriente, creyéndose que, lograda la recuperación de la crisis, el déficit no tendría efecto alguno en años posteriores. Se ha tratado así el déficit como *coyuntural*, cuando su carácter dominante era *estructural*, no considerándose las graves consecuencias del efecto acumulativo de una serie persistente de déficit estructurales que, heredados por la deuda pública, establecían un vínculo intertemporal entre los endeudamientos del pasado, del presente y del futuro. Los hechos han demostrado claramente este error, pues si los déficit hubieran sido preponderantemente cíclicos, su elevación en períodos de depresión se habría transformado en superávit en etapas de recuperación económica. Nada de esto ha ocurrido. Los déficit han dominado las etapas de crisis y recuperación económica, dada su predominante naturaleza estructural. El carácter estructural de esos déficit y la deuda que transmiten al futuro han ido acumulando déficit año tras año y provocando el aumento de la deuda pública en relación con el PIB que hoy se padece en los distintos países occidentales.

EL ENDEUDAMIENTO, LAS TASAS DE DESARROLLO Y LOS TIPOS DE INTERES

Otros dos hechos han contribuido a agravar las consecuencias del endeudamiento público: la caída en las tasas de desarrollo del PIB y los aumentos de los tipos reales de interés. La crisis económica ha definido una etapa nueva para las tasas de crecimiento del PIB. Tasas modestas, semejantes a las que los sistemas de economía de mercado habían registrado en su largo recorrido histórico contemporáneo, y bien diferentes a las excepcionales disfrutadas en la etapa de gran expansión económica que va de 1951 a 1973. Esas menores tasas de crecimiento de la producción obligaban a un ajuste en el crecimiento del sector público, que no podía seguir gastando y gravando a las economías en las que operaba al mismo ritmo que en el pasado más que al coste impagable del desequilibrio de sus cuentas. Los aumentos en los tipos reales de interés —que se inician a comienzos de la década de los 80— se han relacionado con el déficit público estructural, persistente y proyectado en el tiempo en la mayoría de los análisis realizados, aunque no tengan esa sola causa explicativa. Pero, en todo caso, su crecido nivel —cualquiera que sea el motivo que produzca su elevación— acarrea en los sectores públicos un aumento del endeudamiento, al encarecer el coste de la deuda. Una deuda que puede iniciar —con esa relación entre tipos reales de interés crecientes y tasas de desarrollo menores que los tipos reales de interés— una marcha *explosiva* de su cuantía, en la que más emisiones de deuda sean necesarias para pagar los propios servicios de la deuda.

LA SINERGIA ENTRE LAS CAUSAS DE LA NUEVA ERA DE LA DEUDA

La interdependencia entre esas causas que explican por qué es diferente y *nueva* la era actual de la deuda pública aumentan —con su sinergia— el peso del endeudamiento público, convirtiéndole en el gran problema que hoy es para la vida de las sociedades occidentales.

LAS RAICES SOCIALES Y POLITICAS DEL ENDEUDAMIENTO ACTUAL

Esas tres causas próximas que definen la nueva era de la deuda pública han visto facilitada su presencia por motivaciones sociales y políticas que constituyen, en última instancia, las que antes se han denominado raíces lejanas y profundas del endeudamiento público. Hacia la importancia de esas raíces del endeudamiento ha atraído la atención general la teoría de la Hacienda Pública. La deuda pública debe verse —según señalan los hacendistas y economistas de la elección pública— con ojos menos ingenuos que aquéllos con los que la contemplan cuantos la consideran un medio técnico y neutral para financiar el déficit público. Porque el endeudamiento público constituye un medio para trasladar la carga hacia las generaciones futuras —en forma de más impuestos o más inflación—, disfrutando las ganancias actuales del mayor gasto público en el presente. Son muchos los grupos sociales que pueden conseguir mayores rentas presentes a costa del endeudamiento que pagarán en el futuro otros contribuyentes, y son bastantes —por no decir todos— los políticos que explotarán ese deseo social para ganarse el favor de los votos de los potenciales beneficiarios.

Esa presión social y política en favor de un mayor endeudamiento

había tropezado en el pasado con el obstáculo moral o constitucional que enjuiciaba negativamente, o prohibía legalmente, esos comportamientos. Al desaparecer hoy esos obstáculos, la lucha social y política se ha desequilibrado en favor del déficit y la deuda pública, y no puede extrañar que los tengamos con nosotros. Vivimos en sociedades que consienten, moral y jurídicamente, el endeudamiento, y por eso su presencia y sus consecuencias acosan diaria y peligrosamente nuestra convivencia.

LA IMPORTANCIA DE LA DEUDA Y LA NECESIDAD DESATENDIDA DE SU ESTUDIO

El elevado nivel de la deuda pública, el vigor de la tasa de su crecimiento, la larga cadena de sus efectos negativos, la fuerza de sus causas y la entidad de sus motivaciones sociales y políticas conceden al estudio del proceso de endeudamiento público una importancia indiscutible en todas las sociedades actuales. Esa trascendencia no es, sin embargo, idéntica para todos los países. Porque el endeudamiento es general, pero los endeudamientos nacionales son diferentes. Y esas diferencias cualifican la gravedad del problema para cada país.

Sin duda, el proceso de endeudamiento español ocupa, por sus características, un lugar prioritario entre los problemas económicos que hoy tenemos planteados. La importancia objetiva de las consecuencias económicas de la nueva era de la deuda pública española no se ha correspondido, sin embargo, con la atención dedicada a su análisis y, sobre todo, con la contribución a crear una conciencia social de sus efectos, base indispensable para definir y aplicar una política con la que conseguir su reducción. Quizás el motivo que explique esta situación paradójica se encuentre en que ese estudio de la deuda pública no es un tema popular, y no lo es porque a nadie le gusta hablar del incómodo tema de sus deudas, y menos aún a los políticos y ciudadanos que las crean con su presión alcista sobre los gastos o con su contestación evasiva de los impuestos. Por otra parte, la deuda, al trasladar hacia el futuro la carga de sus consecuencias, dificulta —como antes se ha señalado— la oposición social y política a esa hipoteca del bienestar de las generaciones venideras que ella misma supone.

UNA CONVOCATORIA UNIVERSITARIA PARA EL ESTUDIO DE LA DEUDA PUBLICA: ORIGEN DE ESTE NUMERO DE *PAPELES*

La doble convicción de que la deuda pública constituye un problema importante de la sociedad española y de que no se le ha concedido la relevancia social y política que realmente tiene fue la que animó a la Fundación FIES, de las Cajas de Ahorros Confederadas, a la convocatoria, dirigida a los profesores de Hacienda Pública de las Facultades de Ciencias Económicas de las distintas universidades españolas y a técnicos y funcionarios nacionales y extranjeros, para realizar su estudio detenido en un Seminario celebrado en la UIMP de Santander en el verano de 1986. Las ponencias presentadas y debatidas en ese Seminario han constituido el punto de partida para la elaboración de este número de PAPELES. A esas ponencias, actualizadas en sus datos y mejoradas en sus contenidos, se han añadido otras colaboraciones hasta sumar las 29 que dan su argumento a este número 33 de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

Tratemos de explicar cómo se han articulado estos trabajos que se presentan a los lectores de este número de PAPELES.

LAS SIETE SECCIONES DEL NUMERO 33 DE *PAPELES*

Ante todo, el estudio de los problemas que plantea la nueva era que vive la deuda pública española se ha dividido en siete secciones, precedida cada una de ellas de una extensa introducción que presenta los argumentos principales que se exponen en las distintas colaboraciones, de forma que el lector disponga de un panorama de las ideas que se desarrollan con detalle en los distintos artículos. Aun a riesgo de reiteración, hemos tratado de facilitar así a los lectores el hilo argumental de la Revista sobre el endeudamiento público. Las siete secciones de la Revista se refieren a:

I. La situación de la deuda pública y principales problemas

Cuatro colaboraciones contiene esta sección: dos dedicadas al estudio de los problemas de la deuda pública en los países de la OCDE y otras dos, al análisis de la deuda pública en los países en desarrollo. Los motivos de esa diferencia son claros. La deuda pública en los países desarrollados es una deuda *interna*, con efectos de importancia destacada sobre los desequilibrios de la economía occidental. La deuda pública en los países en desarrollo es una deuda *externa*, y su crecimiento ha conducido a la crisis que hoy padece la deuda debida por los países en desarrollo, la cual afecta decisivamente a la continuidad de los procesos de inversión y crecimiento económicos, así como al equilibrio financiero de la banca privada occidental. Las colaboraciones que presentan las perspectivas de la deuda pública en esos dos grupos de países han sido elaboradas, respectivamente, por **J. C. Chouraqui**, **B. Jones** y **R. B. Montador**, de la División de Estudios Financieros de la OCDE y por **Vito Tanzi** y **Mario I. Blejer** del FMI. Se trata, como comprobará el lector, de dos excelentes balances de la situación actual de la deuda y sus principales efectos en las áreas del mundo desarrollado y en los países en desarrollo.

Las otras dos colaboraciones de esta sección ahondan en aspectos específicos de la deuda pública en esas dos áreas geográficas y económicas que dividen al conjunto de sus problemas. La deuda y el déficit públicos de Estados Unidos y sus consecuencias sobre la coyuntura económica mundial constituye el tema que estudia la colaboración del profesor **Fuentes Quintana**. El carácter *diferencial* del endeudamiento de Estados Unidos se examina por el profesor Fuentes Quintana exponiendo sus causas principales y sus efectos, y examinando críticamente las alternativas abiertas a la reducción del déficit y de la deuda pública. Al análisis de los indicadores disponibles para juzgar la situación actual de la deuda pública en los países en desarrollo dedica su colaboración el profesor **González-Páramo**, con cuya ayuda el lector podrá juzgar por sí mismo el comprometido momento que vive la deuda externa de los países en desarrollo.

II. Situación de la deuda pública en España

Cinco colaboraciones intentan describir y juzgar el proceso de endeudamiento español. La primera de ellas, escrita por el profesor **Francisco Comín**, presenta el perfil histórico de la deuda pública española en su

recorrido contemporáneo. Los ciclos de la deuda pública, sus características principales y sus intérpretes se presentan ante el lector en un relato lleno de interés y erudición que debe conocer todo aquél a quien importe el curso de los acontecimientos que han llevado a la deuda pública española hasta su problemático presente. Los datos actuales del endeudamiento del sector público y su evolución reciente se ofrecen en la colaboración de **Rafael Alvarez Blanco**, Jefe de la Oficina de Estadística y Central de Balances del Servicio de Estudios del Banco de España, a cuyo paciente trabajo se debe, en gran parte, el mejor conocimiento de las corrientes de financiación de nuestra economía. Su trabajo presenta a nuestros lectores una información completa del endeudamiento del sector de administraciones públicas españolas y de los subsectores que lo integran, así como una recopilación de la información disponible para juzgar el comportamiento de las empresas públicas no financieras. **Miguel Sebastián**, **César Molinas** y **Josep Baiges** trazan —en su interesante y bien ordenado trabajo sobre déficit, inflación y deuda— las pautas seguidas por el sector público español y su endeudamiento a partir del iluminador enfoque que facilita la aplicación de la restricción presupuestaria intertemporal. El profesor **Roig** valora en su colaboración las distintas características y causas del endeudamiento español, con especial referencia a los problemas que plantea el importante y no finalizado proceso de descentralización fiscal sobre el equilibrio total de las administraciones públicas. Cierra el contenido de esta sección II de la Revista el trabajo del profesor **Victorio Valle** sobre deuda pública y déficit público, en el que, buscando la raíz del endeudamiento en el déficit público, trata de identificar las características que éste transmite a la deuda que genera. El estudio del déficit público español revela la presencia de un componente estructural dominante —que analiza— y la existencia de «tensiones de permanencia» —que pormenorizadamente denuncia— en el presupuesto de gastos que condicionan, asimismo, creciente endeudamiento. La valoración crítica de las formas específicas seguidas en la financiación del déficit español cierra su trabajo.

III. Problemas de la deuda pública en el actual contexto económico

Cuatro colaboraciones integran esta sección de la Revista. Su tema de referencia común es el estudio de lo que se ha denominado «aritmética del déficit público», cuyo propósito es analizar las consecuencias de la restricción presupuestaria del gobierno bajo distintos supuestos (financiación por deuda, por emisión de dinero, con tasas de desarrollo de la economía diversas y con tipos reales de interés de diferentes niveles). Ese análisis pretende acotar los límites a partir de los cuales la deuda pública podría convertirse en explosiva, y los objetivos de la política monetaria en inalcanzables. Es ese análisis el que realizan las colaboraciones de **Rafael Repullo** y de **Luis Servén** y **José Antonio Trujillo**, referidas ambas —aunque con hipótesis y efectos muy diferentes— a la realidad económica y presupuestaria española.

Las otras dos colaboraciones de esta sección cambian de escenario, para referirse a las perspectivas de endeudamiento en Italia y Bélgica,

dos economías cuyas administraciones públicas se hallan fuertemente endeudadas. Estudiar cómo afecta su endeudamiento al desarrollo de las políticas monetaria y fiscal, y cuáles son los efectos básicos sobre el desarrollo de sus economías es el propósito de los trabajos de **Cividini**, **Galli** y **Masera**, con referencia a la situación italiana, y **Van Rompuy** y **Naudts** para el caso de Bélgica.

Es aleccionador leer desde España esos análisis, porque al caso de esos países —y en particular al italiano— se ha aludido irresponsablemente como tranquilizante para olvidar o posponer la importancia económica de nuestro endeudamiento. «Italia está peor que España en su déficit público, y ahí tenéis a su economía saliendo de la crisis mejor que nadie y disfrutando de un desarrollo envidiable». Es ésa una afirmación tan repetida como errónea, porque esa afirmación olvida muchas cosas. En primer término, el gran activo italiano: el ahorro excepcionalmente elevado de las economías domésticas, cercano al 21,50 por 100 del PIB como media de los últimos diez años, que ha permitido la adecuada financiación de su deuda; situación radicalmente distinta de la española, con tasas de ahorro muy inferiores, del orden del 7/9 por 100 del PIB. En segundo lugar, las realizaciones italianas en cuanto a su crecimiento no tienen mucho de brillantes (2,7 por 100 del PIB como crecimiento en 1986, 3/3,5 en 1987 y 2,5 proyectado y problemático en 1988) y las tasas de inflación continúan figurando entre las más elevadas de la CEE (6 por 100 en 1987). La tasa de paro se sitúa en el 12 por 100 de la población activa. Todo ello a pesar de la ganancia de 2,5 puntos del PIB, facilitados por la mejora decisiva en la relación real de intercambio a consecuencia de su crecido consumo e importación de petróleo y la caída de los precios de éste en 1986. Sin embargo, la posición más desfavorable de Italia es la que denuncia la situación actual de su deuda, que supone el 21 por 100 de su presupuesto de gastos, con la rigidez que testimonian las elecciones presupuestarias, limitadas en los últimos años por la imposibilidad de ampliar otros gastos necesarios ante el agobio creciente de los pagos por intereses de la deuda pública. Ahora bien, ese presente agobiado no es más que un anuncio del trágico futuro que amenaza al endeudamiento italiano. Según el análisis de **Cividini, Galli** y **Masera** que publicamos en este número de PAPELES, la deuda pública italiana pasará a ser el 200 por 100 del PIB en el año 2000 (estimación coincidente con la que ofrecen **Chouraqui, Jones** y **Montador** en el artículo inicial de PAPELES antes comentado), mientras la deuda *externa* italiana se duplicará en los 15 próximos años. La situación de Bélgica es aún más dramática, pues el presupuesto de gastos está literalmente comido por los pagos por intereses, cuyo remedio exige *ya* superávit permanentes en la liquidación de sus cuentas públicas.

IV. Los mercados de deuda pública y el sistema financiero

La financiación de la deuda pública en España ha constituido una debilidad permanente en esta nueva era que hoy vivimos. Es en esa parcela en la que se han registrado las mejores y más acertadas decisiones para organizar los mercados de la deuda pública y abandonar el

cómodo y costoso expediente del recurso al Banco de España como vía de financiación del endeudamiento público. El principal artífice de ese cambio —**Raimundo Ortega**— cuenta, en su colaboración a este número de PAPELES, las innovaciones registradas en la creación de títulos y mercados de deuda, lo que se ha logrado en esa empresa y el trecho que aún queda por recorrer. A ese proceso de innovación financiera de la deuda pública —y al asociado a ella de desintermediación financiera— se refiere también otra de las colaboraciones de esta sección, de la que es autor el profesor **Contreras**.

El déficit creciente y la penetración de la deuda han afectado a las instituciones financieras, y desde esa perspectiva contemplan ambos fenómenos —innovación y desintermediación— las interesantes colaboraciones de **Rafael Termes** y el profesor **Lagares**, coincidentes en muchas de sus observaciones críticas y propuestas de mejora, a las que sería deseable que atendiese la administración de la deuda pública española en el futuro.

V. El endeudamiento de corporaciones locales y comunidades autónomas

Uno de los rasgos más destacados del endeudamiento español es, como se ha afirmado al comienzo de esta introducción editorial, su generalidad. No sucede en España, como ocurre en Estados Unidos, que las haciendas subcentrales ofrezcan superávit mientras que el déficit domina en el nivel de la hacienda central. Aquí, las haciendas subcentrales incurren en déficit y deudas que se registran —paradójicamente— en su mayor parte en la hacienda del Estado. Las peculiaridades de ese endeudamiento local y autonómico se estudian en este número de PAPELES en cinco colaboraciones. **Andrés García de la Riva** presenta, en su largo artículo, un conjunto de datos de gran interés sobre la deuda de las corporaciones locales, datos que permiten conocer sus aspectos más característicos. **Alfonso Ortuño** y el profesor **Braulio Medel** se refieren a los rasgos que dominan el perfil de la deuda autonómica, cuyo intenso crecimiento revela un preocupante desequilibrio financiero en entidades que apenas acaban de iniciar su puesta en funcionamiento. A las limitaciones de la regulación del endeudamiento *exterior* de las comunidades autónomas se refiere una interesante colaboración del profesor **Monasterio**. Cerrando esta sección, **Pilar Ortiz Junquera** ofrece la información estadística —reconstruida con meritorio esfuerzo desde la Intervención General de la Administración del Estado— sobre el endeudamiento de los entes territoriales. Sería bueno que se dejase escuchar aquí la voz unánime de los estudiosos de nuestra hacienda pública, que reclama una mejora urgente en los datos disponibles de las administraciones públicas territoriales, los cuales padecen carencias inexplicables que no serán remediables si no se cuenta con una colaboración diligente de las entidades autonómicas y corporaciones locales en el envío de las informaciones estadísticas de sus procesos de ingresos y gastos públicos. No puede ni debe entenderse la autonomía como una negativa de la información, pues sólo una información puntual y precisa garantiza el conocimiento y control de la gestión pública. Y sólo esa información ofrece la base para realizar los análisis solventes de la misma para tratar de mejorarla.

VI. Consideración actual de algunos efectos de la deuda pública

El propósito de esta sección de la Revista es presentar las principales cuestiones de contenido analítico y teórico de la deuda pública, que se recogen en cinco colaboraciones.

Tres de ellas se refieren a las dos cuestiones que dominan la literatura financiera actual: la distribución intergeneracional de la deuda y sus efectos macroeconómicos. La literatura suscitada por la redistribución intergeneracional de la deuda pública se repasa en el trabajo de los profesores **José Manuel González-Páramo** y **Carlos Contreras**, mientras que la revisión empírica del teorema de la equivalencia ricardiana, reformulado a partir del trabajo de Barro, que ha protagonizado numerosos escritos económicos sobre la deuda, se valora en el trabajo de los profesores **José Luis Raymond** y **José Manuel González-Páramo**. Los efectos sobre la demanda efectiva del déficit público se estudian —en el contexto de una aplicación conjunta de las políticas monetaria y fiscal— por **Jean Claude Chouraqui**, con el trasfondo de la experiencia de los países de la OCDE.

Con independencia de ese sesgo de la literatura económica, dominada por el endeudamiento en los países desarrollados, se configuran los problemas heterogéneos de la deuda pública en los países en desarrollo, que se describen y analizan en la colaboración realizada por los profesores **Molina** y **Sánchez Maldonado**.

El trabajo del profesor **López García** sobre la interrelación de deuda pública, impuestos y crecimiento demográfico cierra esta sección de PAPELES, que integra en su contenido una serie de notas sobre distintos aspectos del enfoque moderno de la deuda debidas al profesor **Juan Francisco Corona**, así como la visión magistral del profesor **Musgrave** de las ideas que han conformado la contemplación por los hacendistas de la traslación de la deuda hacia generaciones futuras.

VII. Colaboraciones especiales: las concepciones de la deuda pública en Buchanan y Barro

Este número 33 de PAPELES contiene, en su sección habitual de «Colaboraciones Especiales», dos trabajos escritos expresamente para nuestra Revista por el profesor **Buchanan**, en colaboración con **Marilyn R. Flowers**, y por el profesor **Robert J. Barro**. Estas dos colaboraciones presentan las dos concepciones más combativas y originales de la deuda pública formuladas en los últimos años.

El pensamiento del Premio Nobel de Economía 1986, **James Buchanan**, es conocido de nuestros lectores, pues a él nos hemos referido en números anteriores de PAPELES, y singularmente en el número 32, que presentaba su discurso en Estocolmo con motivo de la entrega del Nobel y un extenso comentario a su peculiar enfoque de la actividad financiera contenido en la teoría de la *elección pública*. A ese enfoque responde el trabajo escrito en colaboración con Marilyn Flowers («Deuda Pública y Hacienda Pública») que encabeza las «Colaboraciones Especiales» en este número. Para **Buchanan** y **Flowers** la deuda pública constituye el producto de una elección política, y su emisión debe realizarse y juzgarse a partir de la restricción presupuestaria intertemporal y del principio de responsabilidad financiera. Arrancando de ese

enfoque, Buchanan y Flowers critican la aproximación keynesiana, que no admitía la traslación de la carga de la deuda pública hacia generaciones futuras por la exclusiva consideración macroeconómica de su coste real, que pagan las generaciones presentes.

El enfoque subjetivo de la deuda pública coloca el acento de la preocupación por su coste no en el momento en que se realiza el gasto público, que la deuda financia con voluntad expresa de sus suscriptores, sino en el momento en que los intereses de la deuda deben afrontarse, que es cuando el Estado exige los impuestos correspondientes a la sociedad previamente endeudada. La emisión de deuda pública se concibe así como un aplazamiento de impuestos hacia el futuro realizado por el Estado. Y esa decisión es fruto de una elección política, que se ve facilitada en las democracias actuales por la falta de una restricción moral al endeudamiento público que procede del keynesianismo, al haber racionalizado este desequilibrio presupuestario como principio inspirador de la gestión de la hacienda pública. Liberados de la restricción política y moral del equilibrio presupuestario, la actuación de los políticos en las democracias actuales ha sucumbido a la tentación de cambiar votos (para satisfacer las demandas de sus electores) por más programas de gastos y menos impuestos, abriendo de esta forma la ancha vía del endeudamiento, que domina el recorrido por las sociedades actuales. Toda vez que el coste de la deuda pública se pagará o con impuestos mayores o con el impuesto inflacionista en el futuro, no serán las generaciones actuales las que contengan sus demandas de más gasto o menos impuestos, y quienes podrían oponerse a esa traslación intergeneracional del coste de la actividad financiera no existen, porque esas generaciones futuras aún no han nacido. Las sociedades democráticas están encerradas por ello en un horizonte de «consuma primero y paguen *otros* después» que ha traído la plaga de los déficit y endeudamientos públicos de nuestro tiempo. Sólo una reforma constitucional que limite los gastos públicos e impuestos y obligue a jugar a la fuerza el juego responsable del equilibrio presupuestario constituirá un remedio posible de este crecimiento actual de la deuda pública. Pero los partidarios de una reforma constitucional se encuentran aquí con la grave contradicción de que carecerán de votos para lograr esta reforma, puesto que aquéllos a quienes beneficiaría no pueden votar. El gran desafío de los demócratas de nuestro tiempo —concluyen Buchanan y Flowers— es precisamente diseñar una estrategia que consiga atraer a la causa de la reforma constitucional a las generaciones *actuales*, algo que hasta ahora no se ha conseguido en ningún país del mundo.

El alegato de Buchanan y Flowers sobre la deuda pública está formulado con un vigor dialéctico envidiable y con una prosa brillante, virtudes que estamos seguros apreciarán nuestros lectores. Su debilidad reside —en nuestra opinión— en los remedios ofrecidos para contrariar la financiación deficitaria de los gastos públicos. Es indudable que la marcha de las sociedades actuales hacia la facilidad del gasto, la exclusión de sus partidas de la discusión escrupulosa de los contribuyentes y la

traslación hacia generaciones futuras resulta posible cuando esa expansión del gasto se financia vía déficit y endeudamiento públicos. ¿Es barrera suficiente para contener esta marcha la limitación constitucional del gasto, los impuestos o el establecimiento del equilibrio presupuestario? La experiencia estadounidense que se repasa en este número de PAPELES, en el artículo escrito por el profesor **Fuentes Quintana**, siembra grandes dudas sobre la operatividad de esa solución y, a falta de esa operatividad, es evidente que el endeudamiento público continuará produciéndose en la convivencia de las sociedades democráticas occidentales.

La colaboración especial de **Robert Barro** comienza enfrentando los enfoques keynesiano (síntesis neoclásica) y ricardiano de la deuda pública.

Según el primer enfoque, la financiación del déficit del Presupuesto mediante la emisión de deuda pública eleva los tipos reales de interés y, a largo plazo, tiende a desplazar a la inversión privada, aunque a corto plazo puede representar un estímulo para la demanda agregada. A diferencia, el planteamiento ricardiano, en la formulación de Barro, sostiene que «las demandas privadas de bienes y servicios dependen del valor presente de los impuestos». Por tanto, si el déficit presente se traduce en impuestos futuros, cuyo valor actual es el mismo, el déficit público carece de efectos reales tanto a corto como a largo plazo.

En su colaboración, Barro reitera con brillantez e ingenio los principales aspectos de su posición, ya analizados en los trabajos de **Raymond, González-Páramo y Contreras**. Al examinar la problemática del déficit y la deuda pública en los Estados Unidos durante el mandato de Reagan, llega a la conclusión de que el déficit ha tenido efectos distintos de los que cabía prever atendiendo a una visión keynesiana del problema. Así, los tipos nominales de interés alcanzaron su máximo en 1981, antes de que el déficit fuese muy elevado, y después de esta fecha mostraron cierta tendencia a decrecer. Además, los gastos de inversión fueron elevados. Por último, según las propias estimaciones de Barro, las tasas de ahorro nacional (incluyendo los cambios en la riqueza nacional) con relación al PIB, para el período 1984-86, fueron próximas a los valores considerados como normales. De aquí Barro deduce que ni el déficit público ni el déficit exterior son problemas particularmente graves para los Estados Unidos, conclusión un tanto sorprendente en el panorama de opiniones actuales. La dificultad que estas valoraciones plantean es la de que, en algunos casos, se trata de datos no observables directamente, y por tanto, controvertibles. Otros economistas, con los mismos datos, llegan a conclusiones contrapuestas (véase, por ejemplo, la argumentación de **Feldstein** recogida en el artículo del profesor **Fuentes Quintana).**

Las dudas que el contraste de la tesis de **Barro** plantea son comentadas en el artículo de **Raymond** y **González-Páramo**. Este trabajo, que efectúa una presentación equilibrada de las posiciones de Barro y de sus críticos, contrasta la hipótesis de neutralidad para el caso de la economía es-

pañola. Llega a la conclusión de que la proposición de Barro, en su versión extrema, está en contradicción con los datos. Ahora bien, aunque el déficit público no es neutral, este resultado no puede interpretarse desde el optimismo keynesiano de la década de los sesenta, dados los negativos efectos del endeudamiento a medio y a largo plazo.

Con todo, el análisis de Barro es punto de referencia esencial en la discusión académica moderna de los efectos del déficit y la deuda, dado que, si bien la hipótesis de neutralidad en su posición extrema halla muy poco soporte empírico, hoy se acepta con generalidad que las expectativas de los agentes pueden neutralizar buena parte de los efectos expansivos del déficit público. Adicionalmente, las recomendaciones de política fiscal que Barro ofrece en su colaboración —que podrían resumirse en estabilidad de los tipos impositivos, evitar la monetización del déficit, bajos tipos impositivos marginales y política de gasto coherente con consideraciones de eficiencia y redistribución— son compartidas por un amplio espectro de economistas, y puede llegarse a ellas desde distintas posiciones doctrinales.

COLABORACIONES

I. SITUACION DE LA DEUDA PUBLICA Y PRINCIPALES PROBLEMAS

INTRODUCCION

¿A qué rasgos principales responde la deuda pública actual y hacia qué problemas apunta su crecimiento? Tal es la pregunta a la que pretenden dar respuesta las cuatro colaboraciones que dan contenido a esta primera sección del presente número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

Jean-Claude Chouraqui, B. Jones y **R. B. Montador** abren las colaboraciones que ofrece PAPELES presentando —desde la atalaya privilegiada que les otorga el conocimiento directo de las economías de la OCDE— las perspectivas de la deuda pública de los países occidentales. Seis son los temas que desarrollan en su trabajo:

- Las diferentes *medidas* de la deuda, un tema que es común a varias colaboraciones de este número de PAPELES, y en el que se llega a un acuerdo implícito gratificante para los lectores. Un acuerdo consistente en diferenciar diversos conceptos de deuda y en reclamar esa referencia conceptual para evitar errores y discusiones estériles suscitadas por el mal empleo del lenguaje. La deuda pública *bruta* de las administraciones públicas (Estado, seguridad social, entidades territoriales) constituye el concepto más amplio y utilizado para su análisis. La deuda pública *neta* de las administraciones públicas obliga a computar y deducir los activos financieros y a añadir los compromisos (y pasivos) implícitos, entre los que destaca la partida de pensiones de la seguridad social, cómputo de esos activos y pasivos que concede relevancia a este concepto de deuda, pero añade la necesidad de precisar, siempre que se utilice, qué activos y pasivos se computan para discutir su real significación. La deuda en poder de *no residentes* adquiere toda su importancia en países que han reclamado el ahorro externo para la financiación de las administraciones públicas, dados sus diversos efectos respecto de la financiación interna.

Los conceptos de deuda pública utilizados por Chouraqui, Jones y Montador para contemplar sus perspectivas en los países desarrollados de la OCDE son los de deuda pública *bruta* y *neta* en sus relaciones con el PIB. No se analiza el concepto de deuda externa.

- La evolución de la deuda pública bruta y neta en sus relaciones con el PIB constituye el segundo tema abordado en este trabajo. Su formidable crecimiento constituye la característica más destacada de la evolución reciente. Las fuerzas impulsoras que han dominado ese crecimiento son dos: los conflictos bélicos y las crisis económicas. Sin embargo, el período de lento crecimiento que siguió a la crisis de los años 70 ha sido un factor creador de deuda tan importante como la gran depresión. Las fuerzas que han frenado el crecimiento de la deuda en relación con el PIB han sido: el crecimiento económico (por el aumento del PIB en la relación deuda pública/PIB, aumento claramente visible en los años de la gran expansión que van de 1951 a 1973) y la inflación, el gran disolvente de la deuda pública acumulada, como muestran todos los registros históricos y las más recientes experiencias, de la segunda postguerra mundial, de Alemania Occidental, Francia y Japón. El repudio de la deuda, una alternativa reductora de su peso económico de importancia histórica, ha perdido su vieja significación en nuestro tiempo.

• Algunos autores han propuesto utilizar el concepto de *patrimonio neto del sector público* como más expresivo de las variaciones de activos y pasivos públicos totales y de la relación entre ellos. Ese concepto admite varias significaciones, entre las cuales la más operativa sería la de computar los activos finacieros y *no financieros* para deducirlos de la deuda bruta, añadiendo los pasivos financieros implícitos de las administraciones públicas (cuyas partidas más destacadas serían los compromisos de la seguridad social y los extrapresupuestarios del sector público). Pese a su aparente simplificación, ese concepto no resulta fácil de computar homogéneamente en la práctica. Su cálculo en el trabajo de Chouraqui, Jones y Montador, para los seis grandes países de la OCDE, permite comprobar una característica que probablemente se da también en otros lugares: su reducción en la era actual de la deuda pública (con excepción de Japón), lo que equivale a afirmar que el rápido crecimiento de la deuda no ha atendido a la formación de capital, sino que se ha producido por la aceleración de los gastos públicos corrientes (transferencias como pensiones y subsidios de desempleo, mayores gastos de consumo públicos).

• Conocer el futuro endeudamiento de unos países ya endeudados, como son los de la OCDE, constituye un dato importante para saber el mundo al que vamos y los impuestos y/o la inflación que tendrán que soportar las generaciones futuras. Esa proyección hacia el futuro de la deuda se realiza por Chouraqui, Jones y Montador bajo tres supuestos: el crecimiento del PIB seguirá su tasa tendencial a partir de 1987, las políticas presupuestarias actuales permanecerán inalteradas y los tipos de interés mantendrán una diferencia de dos puntos sobre las tasas reales de crecimiento del PIB. Los resultados obtenidos a partir de estos supuestos sobre la deuda pública para la primera década del próximo siglo tienen cuatro intérpretes: Italia (con una deuda que será el 220 por 100 del PIB), España (con una deuda pública/PIB de 110 por 100), Canadá (100 por 100) y Estados Unidos (65 por 100). Esas proyecciones no son profecías. Son predicciones: muestran las fuerzas de los factores que hoy pesan sobre la creación de la deuda y advierten de la necesidad de actuar sobre ellos si no se desea llegar a esos resultados. El hecho de que España esté hoy —1987— situada en un relación deuda pública/PIB del 49,2 por 100 y pueda situarse en veinte años en el 110 por 100 indica el empuje formidable del déficit y la deuda, y la necesidad de actuar con diligencia para doblegar las causas que generan esos dos desequilibrios.

• Las consecuencias que produce el elevado nivel de deuda pública se analizan por Chouraqui, Jones y Montador a lo largo de dos líneas diferentes: la rigidez presupuestaria y la tensión sobre los tipos de interés. Es evidente que la deuda pública ocupa lugar. Un lugar creciente en el Presupuesto por las atenciones que deben dedicarse al pago de sus intereses, lo que dificulta la atención a otros gastos públicos necesarios de consumo o de inversión. La deuda pública creciente recorta un horizonte sombrío de imposición, porque son impuestos mayores los que legamos con la deuda a generaciones futuras. Prometer reducciones impositivas con un horizonte de pagos crecientes de intereses de la deuda pública es una promesa de cumplimiento imposible. La deuda

pública creciente supone también, en conjunción con una política monetaria anti-inflacionista, tipos de interés elevados, bien sea para atraer suscriptores renuentes ante el crecimiento en sus carteras de los títulos públicos, bien sea por la prima de riesgo que estos suscriptores puedan exigir ante el peligro de que los crecimientos de la deuda sean los heraldos de una futura inflación. En particular, los aumentos estructurales de la deuda pública se acusarán con más energía en elevaciones de los tipos de interés.

• El último tema que aborda el trabajo de Chouraqui, Jones y Montador es el de la existencia o no de un nivel óptimo de la deuda pública. Si un nivel de crecimiento de la deuda pública suscita crecientes peligros de expulsión de la inversión privada (por el previsible aumento de los tipos de interés) y amenaza con las distorsiones que los mayores impuestos futuros supondrán para la actividad económica, parece desprenderse que el nivel óptimo de la deuda pública se situaría próximo a cero. Esta conclusión, sin embargo, no puede sostenerse, porque al menos una deuda pública positiva sería defendible para aumentar el patrimonio público que generara servicios cuyo valor ecónomico o social permitiera liquidar sus costes, y porque la deuda pública es endógena, pues, en buena parte, se debe a la caída de la actividad económica nacional. Sería, por tanto, deseable reducir la deuda pública cuando la situación coyuntural fuera favorable, a fin de disponer de un margen de actuación para cuando la situación económica empeore. Aquí se abre hoy una preocupación no pequeña en todos los países occidentales y, en mayor medida, en aquellos que, como el nuestro, tienen ya un nivel de deuda pública elevado y, sobre todo, dominado por un crecimiento galopante. ¿Cómo utilizar en estas condiciones la política fiscal para tratar los problemas de la caída de la actividad económica que se avecina?

Las perspectivas actuales de la deuda pública, tal y como nos las presenta el trabajo de Chouraqui, Jones y Montador, nos llevan hacia los problemas que hoy condicionan el momento que vive la economía occidental. La cuantía de la deuda pública y su finalidad, su intenso crecimiento y los costes implícitos de la seguridad social convierten al sector de las administraciones públicas en fuente de inestabilidad y desequilibrio, comportamientos y resultados que están pidiendo un tratamiento urgente que la política económica se niega a dar en la mayoría de los países occidentales.

El déficit y endeudamiento públicos de los Estados Unidos desempeñan, dentro de este cuadro general, un papel *diferente* por tres motivos: por su magnitud y persistencia, por su origen y por sus efectos sobre la situación de la economía mundial. Analizar ese déficit público singular y sus consecuencias sobre los problemas actuales de la economía occidental constituye el propósito del segundo artículo incluido en esta sección, escrito por el profesor **Fuentes Quintana.**

Tres son las pretensiones de este trabajo:

• Exponer ordenadamente las causas del endeudamiento y déficit públicos estadounidenses, que se encuentran en el corte tributario demandado por la política fiscal de la economía de oferta y

concebido por la *Economic Recovery Tax Act* de 1981, en la dinámica de los gastos públicos proyectada desde 1970 y en el crecimiento de los pagos por los intereses de la deuda. La apuesta política de Reagan en favor del corte tributario es la que ha dominado la escena fiscal americana y la causa principal de la cadena de sus déficit estructurales a largo plazo.

- Estudiar los denunciados efectos del déficit y deuda públicos, que se han cosechado a lo largo de tres líneas diferentes: desequilibrio de las corrientes del comercio internacional, desequilibrios internos en los procesos de ahorro e inversión norteamericanos y políticas restrictivas europeas inducidas por el déficit público estadounidense.

La importancia de estos tres efectos del déficit y endeudamiento de los Estados Unidos define los problemas actuales de la economía mundial, cuyo tratamiento demanda un conjunto de actuaciones reiteradamente pedidas por los técnicos, a las que se ha resistido la política económica del "grupo de los 3": Estados Unidos, mostrando su incapacidad para reducir su déficit y su deuda pública; Japón y Alemania, negando con su pasividad la práctica de políticas económicas expansivas, y los tres países, conjuntamente, en su renuencia a aceptar una nueva paridad del dólar defendida desde la adopción de las políticas anteriores. La decepción de los mercados ante esa falta de coordinación de las políticas económicas occidentales ha abierto la fase crítica actual de los mercados de cambios y de los mercados bursátiles, crisis que amenazan con una grave recesión si los mensajes que hoy están emitiendo esos mercados no se recogen adoptando medidas convincentes.

- El déficit y el endeudamiento públicos estadounidenses se sitúan en el centro de los problemas de la economía occidental, y su reducción debe figurar en lugar prioritario en la agenda de la política económica. Siendo esto así, el problema que se plantea es el de considerar las alternativas y posibilidades de esa solicitada reducción del déficit y endeudamiento norteamericanos. Un problema que se analiza en la última parte del artículo del profesor Fuentes Quintana, repasando sus dificultades políticas, los medios técnicos utilizados para lograr esa reducción (ley Gramm-Rudman-Hollings) y la conveniencia y la forma de practicar esa reducción del déficit y la deuda en una etapa como la actual, presidida por la crisis bursátil y por sus temidas y probables consecuencias sobre el desarrollo de las distintas economías. La atención a lo sucedido en esos distintos escenarios del déficit y endeudamiento públicos de los Estados Unidos no permiten llegar a conclusiones optimistas respecto de la viabilidad de su reducción. El mantenimiento, por razones políticas, de la presión fiscal deja abandonada la reducción del déficit y endeudamiento públicos al corte de los gastos públicos, un 50 por 100 de los cuales no resultan controlables, por considerarse comprometidos. La Ley Gramm-Rudman-Hollings adolece de defectos funcionales evidentes respecto del recorte de los gastos públicos que ha puesto de manifiesto su aplicación y, en cualquier caso, la voluntad política mostrada hasta hoy en esa empresa de reducir el déficit es bien débil. Ese recorte del déficit se enfrenta además hoy con dificultades adicionales, pues la crisis

bursátil y la amenaza de una crisis económica exigen llevar adelante la imprescindible reducción del déficit y endeudamiento públicos con prudencia y orientando las actuaciones a disminuir el déficit *estructural,* una tarea erizada de dificultades que debe realizarse en un momento histórico en el que las debilidades del liderazgo político son evidentes. Ahora bien, lo que hoy resulta claro es que si no se consigue la reducción del déficit y endeudamiento públicos de los Estados Unidos, la coordinación de las políticas económicas de Alemania Occidental y Japón no se logra y no se define una paridad fundada del dólar, las economías occidentales se adentrarán por la peligrosa senda de una seria recesión económica.

Si el proceso de déficit y endeudamiento públicos en los países desarrollados lleva directamente a desequilibrios en la economía mundial, el déficit y endeudamiento de los países en desarrollo conducen al problema de la crisis de la deuda externa, convertido, hoy más que nunca, en foco de preocupación internacional, dadas las cuestiones de insolvencia que plantea y la hipoteca al crecimiento futuro de los países en desarrollo que supone.

El proceso de déficit y endeudamiento públicos en los países en desarrollo se estudia en dos trabajos incluidos en esta sección de la Revista. En el primero de ellos, **Vito Tanzi** y **Mario Blejer** ofrecen un panorama completo de la deuda pública y sus relaciones con la política fiscal en los países en desarrollo. El punto de partida de su análisis reside, precisamente, en ofrecer los «porqués» del hecho de que en los países en desarrollo haya sido la deuda *externa* el cauce de financiación del déficit público en vez de la deuda interna, como ha ocurrido preponderantemente en los países desarrollados. Este comportamiento no ha sido fruto del capricho ni del azar. Tiene tras de sí tres poderosas razones: las limitaciones (políticas, económicas y administrativas) a que está sometido el ejercicio del poder fiscal en esos países, lo que reduce los ingresos impositivos potenciales; la debilidad del ahorro interno para afrontar una deuda pública elevada y el reiterado abuso del recurso a la inflación en el pasado que la ha inutilizado como fuente de ingresos públicos *netos* adicionales en el presente. Apoyados en esas razones, los países en vías de desarrollo han acudido a los mercados exteriores solicitando en ellos los fondos precisos que no encontraban en el interior. Tanzi y Blejer clasifican esas posibles fuentes de fondos externos en cinco grandes grupos: 1) Transferencias. 2) Préstamos concesionarios. 3) Préstamos para la financiación de proyectos concretos. 4) Crédito de proveedores. 5) Préstamos comerciales. El rasgo más característico del endeudamiento reciente de los países en desarrollo es el del crecimiento extraordinario de los préstamos comerciales hasta 1981. Es ese aumento el que realmente crea el actual problema de la deuda externa. La demanda de financiación externa en el mundo que acotan los años 1973 a 1980 (dominada por tipos de interés negativos y depreciación del dólar) fue atendida —y aun puede decirse que alentada— por las numerosas ofertas de préstamo de la banca comercial de los países occidentales. Estas facilidades explican que la deuda pública de países en desarrollo no productores de petróleo se multiplicara por tres y el endeudamiento neto por cuatro entre 1973 y 1980.

La confluencia de un conjunto de hechos abriría una nueva etapa de la deuda externa en 1981. Estos hechos son la subida de los tipos de interés, la apreciación del dólar, la caída del precio de las materias primas, la reducción de los ingresos de la OPEP y la aparición de las necesidades de financiación de los desequilibrios de ahorro e inversión en Estados Unidos. El cambio de situación que esos hechos definen abre la nueva era de la deuda externa de los países en desarrollo, que estalla —más que se inicia— en 1982, con la interrupción del servicio de la deuda de los cuatro grandes países latinoamericanos. Esa fase que hoy padecemos ha limitado drásticamente la nueva financiación a los países en desarrollo por parte de los préstamos comerciales, sembrando una desconfianza crecientre entre la banca privada y los países deudores a causa de la insolvencia de éstos, que amenazaba a la situación financiera de las propias entidades privadas de crédito. La crisis de la deuda externa planteada en 1982 afectaba así no sólo a la corriente de inversiones hacia los países en desarrollo; era, al mismo tiempo, el anuncio de una crisis bancaria de las entidades que habían concedido grandes créditos a países en desarrollo, subestimando inconcebiblemente el riesgo de esas operaciones.

En 1985, el Plan Baker intentó alterar la situación de total deterioro entre países deudores y banca comercial a la que se había llegado con daño para todos. Baker escribió un guión para modificar la deuda externa, con un reparto de papeles muy claro: ajuste interno para los *países en desarrollo;* refinanciación —caso por caso— de las deudas de aquellos países que hubieran acordado previamente sus programas de ajuste con el Fondo Monetario Internacional y aportación de *nuevos* préstamos, papeles reservados para la *banca comercial;* préstamos concesionales a cargo de los *países desarrollados,* y elaboración de los programas de ajuste y vigilancia de su ejecución a cargo del Fondo Monetario Internacional.

Por buenos que fueran sus propósitos, es lo cierto que los resultados del Plan Baker han sido decepcionantes. Pese a los esfuerzos del FMI, y a su interpretación más amplia del proceso de ajuste (según el enfoque del *ajuste estructural* orientado al crecimiento económico en el que el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial han colaborado ampliando el concepto de los fines del ajuste y su financiación), el hecho es que la drástica caída de los préstamos privados y la de los concesionales han originado la paradójica situación actual, en que son los países en desarrollo los que están transfiriendo recursos netos a los desarrollados, contrariando así la necesaria corriente equilibradora de capitales que había dominado en los años 60 y 70, y apoyado el crecimiento de todas las economías.

Ese resultado negativo final y el proceso de endeudamiento en el que se fundamenta (crecimientos del volumen de deuda, aumento continuo de los pagos por intereses, caídas de los préstamos concesionales y créditos privados) se ofrecen, en el trabajo de Tanzi y Blejer, a través de un excelente estudio del comportamiento de la deuda pública en los 15 países del Plan Baker, que se contiene en la parte V de su artículo.

La importancia y amplitud de los efectos de un endeudamiento exterior tan agudo como el que presentan los países en desarrollo resulta indiscutible, lo que justifica el interés de su análisis. Y es ese análisis de los efectos del endeudamiento el que da su argumento a las páginas mejores del trabajo de Tanzi y Blejer. La rigidez presupuestaria que introduce el servicio de la deuda pública creciente es la principal consecuencia de su aumento (esa rigidez del Presupuesto varía no sólo el nivel, sino la estructura del gasto público y, generalmente, disminuye su eficiencia). Este efecto negativo ha tratado de contenerse por los países en desarrollo mediante aumentos compensatorios de la imposición que concedieran la oportunidad de elevar el gasto público. No puede decirse que los países en desarrollo no hayan intentado reformar su imposición, pero es asimismo innegable que en esos intentos de reforma fiscal se han registrado los más rotundos fracasos. La deuda pública creciente no sólo origina esas consecuencias costosas sobre la política fiscal, ocasiona también efectos negativos sobre el sector exterior (al necesitar el pago de la deuda un superávit comercial), limita las posibilidades de aplicación de la política monetaria en el tiempo y afecta a los precios esenciales de la economía (tipos de interés, salarios, tarifas de servicios públicos y tipos de cambio), influyendo así de forma importante sobre los procesos de inversión privada.

El crecido nivel alcanzado por la deuda pública externa y el relieve de sus efectos conceden indudable interés al estudio de sus consecuencias sobre el desarrollo económico y al análisis de las causas determinantes de su proceso de crecimiento. Y ese estudio y ese análisis son los que Tanzi y Blejer realizan al final de su trabajo para los quince países de la propuesta Baker, utilizando el análisis de regresión (facilitando la interpretación de los coeficientes estimados con la utilización de los coeficientes «beta»). Las conclusiones de ese análisis pueden resumirse con brevedad: la deuda pública ha tenido, en el período 1972-84, una incidencia negativa sobre la capacidad de desarrollo de los quince países considerados. Por otra parte, el proceso de creación de la deuda ha estado asociado al déficit público y a la variación de los tipos de interés, que se configuran como causas fundamentales. La balanza comercial no ha afectado al endeudamiento externo durante los 70 y guarda una correlación *positiva* con el endeudamiento de los años 80. Tanzi y Blejer concluyen, a la vista de los resultados, que éstos conceden a la gestión fiscal una gran importancia, pues es a la diligencia y perseverancia que se ponga en la tarea de disminuir el déficit público a la que debe confiarse el éxito en la política de reducir la deuda pública exterior.

La valoración del proceso de endeudamiento de los países en desarrollo necesita partir de un conjunto de indicadores con los que apreciar su situación actual y perspectivas futuras. Presentar los indicadores existentes, que permitan conocer la situación actual de la deuda pública externa de los países en desarrollo, y valorar la posibilidad de sostener su servicio en el futuro constituyen los propósitos del trabajo de **José Manuel González-Páramo** que cierra esta sección de la Revista. El lector puede juzgar por sí mismo, a través de los claros indicadores que le ofrece el trabajo del profesor

González-Páramo, la crítica situación actual de la deuda externa de los países en desarrollo. Como ha afirmado la OCDE al analizar las perspectivas económicas de 1988, «la vuelta a una situación financiera de normalidad de la deuda externa parece cada día más lejana, pues pese a la severa reducción de las importaciones realizada por los países en desarrollo, la relación deuda/exportaciones no cesa de aumentar. Lo que parece reclamar con urgencia soluciones diversas de las propuestas en el pasado».

En una economía mundial en crecimiento lento y progresivamente cerrada a las exportaciones de los países en desarrollo, el esfuerzo de éstos por hacer frente a sus obligaciones de viejos préstamos es tan meritorio como costoso. Cierto es que esos esfuerzos han sido ayudados por reestructuraciones, renovaciones y aplazamientos de la deuda, pero cierto es también que su carga se ha visto azarosamente variada por los movimientos de los tipos de interés y de los tipos de cambio del dólar. Es imposible que, en estas circunstancias, los países en desarrollo desempeñen las funciones que con frecuencia se les recuerdan: conseguir un desarrollo continuado para la mejora social del conjunto de sus ciudadanos y para satisfacer las aspiraciones democráticas de sus pueblos, y proporcionar un mercado expansivo para las exportaciones de los países industriales. Algo imposible de alcanzar sin aligerar sustancialmente el peso de la deuda externa *acumulada* y sin repartir el coste de esta operación entre deudores y *acreedores*.

PERSPECTIVAS DE LA EVOLUCION DE LA DEUDA PUBLICA

Jean-Claude CHOURAQUI, Brian JONES
Robert Bruce MONTADOR

INTRODUCCION (*)

ANTE las inquietudes suscitadas por el crecimiento de la deuda del sector público, se ha extendido la opinión de que las consecuencias a medio plazo de los déficit públicos limitan las posibilidades de utilizar la política presupuestaria para regular y sostener la actividad económica (1). El análisis que sigue a continuación se propone estudiar este tipo de preocupaciones desde una *perspectiva a medio plazo*. Tres series de cuestiones se analizarán en este trabajo.

1) ¿Cuál es la definición apropiada de la deuda pública? ¿Hay que tener en cuenta otros componentes de la cuenta patrimonial del sector público, como los activos de capital y los compromisos derivados de las futuras pensiones de la seguridad social que no forman parte de los activos o pasivos estrictamente *financieros* de las administraciones públicas?

2) ¿Cuál es la gravedad de la situación actual de la deuda pública? Las políticas actualmente aplicadas, ¿amenazan con provocar una «explosión» de la deuda pública? La consideración de los activos y pasivos no financieros del sector público, ¿modifica las conclusiones que se obtienen de un análisis limitado únicamente a la deuda *financiera*? ¿En qué medida la evolución prevista de la deuda pública debe modificarse a causa de los cambios que afectan a la situación económica, a los tipos de interés o a la orientación de la política presupuestaria?

3) ¿Qué consecuencias pueden tener unos niveles elevados y/o crecientes de deuda pública? ¿En qué medida esos niveles pueden reducir el margen de maniobra de la política presupuestaria y en qué grado provocan elevaciones de los tipos de interés? ¿Existe un nivel «óptimo» de deuda pública o el volumen de deuda pública es neutral desde el punto de vista económico?

I. LAS DIFERENTES MEDIDAS DE LA DEUDA PUBLICA

1. Definiciones

Tres son los problemas de definición que se plantean al tratar de la deuda pública:

- ¿Debe considerarse la deuda pública *bruta* o la deuda pública *neta*?
- ¿Cuál es el concepto de deuda pública más relevante: la deuda del *Estado*, la deuda de las *administraciones públicas* o la deuda del *sector público* en su conjunto, incluidas por tanto las empresas públicas?
- Por último, ¿existe alguna razón para distinguir entre deuda pública exterior y deuda pública interior?

Cuando se habla de deuda pública, por lo general se utiliza el concepto de deuda pública *bruta* (es decir, los compromisos financieros totales de las administraciones públicas). Y ello por dos motivos: primero porque las cifras correspondientes son las más fácilmente disponibles y, en consecuencia, las que gozan de más amplia publicidad y difusión; en segundo lugar, porque existe una vinculación directa entre la deuda bruta y el volumen de pagos de intereses en concepto de servicio de la deuda, aspecto este que refleja, en gran medida, las inquietudes suscitadas por la evolución de la deuda pública (véase más adelante cuanto se indica sobre este punto). La deuda *neta* (es decir, los pasivos financieros brutos totales menos los activos financieros) refleja, por el contrario, de forma más precisa el volumen total de los déficit presupuestarios acumulados en el pasado, el cual representa los endeudamientos netos contraídos por las administraciones públicas en el transcurso de cada período. La mejor forma de apreciar la diferencia existente entre estos dos conceptos consiste en examinar la naturaleza de los activos financieros del sector público, puesto que son ellos los que constituyen la diferencia entre la deuda pública bruta y la deuda pública neta. Estos activos son de dos órdenes: los créditos ostentados por las administraciones públicas en su calidad de intermediario financiero, y los recursos de la seguridad social constituidos en previsión de futuras obligaciones.

En tanto que intermediario financiero, las administraciones públicas toman fondos prestados (que aumentan su deuda financiera bruta) con el fin de conceder créditos, bien sea a los particulares (fundamentalmente, en la mayoría de países, en forma de préstamos

hipotecarios), o bien a diversas instituciones (por ejemplo préstamos para equipamientos que favorezcan el desarrollo regional). Los créditos así generados proporcionan generalmente a las administraciones públicas unos intereses, por lo que deberían representar legítimamente una contrapartida de su deuda bruta. Hay, sin embargo, dos problemas ligados a estos activos financieros que, en ciertos países y en proporciones variables, contribuyen a fundamentar la opinión de que quizás no convenga deducirlos de la deuda bruta. En primer lugar, en algunos casos, los intereses abonados a las administraciones públicas por los particulares y los organismos prestatarios no les permiten cubrir sus costes financieros. En segundo lugar, si la calidad de los activos financieros en poder de las administraciones públicas está sujeta a controversia, el valor real de tales activos puede ser menor que su valor contable. Tal puede ser el caso, especialmente, de los préstamos a sociedades privadas insolventes o a determinadas empresas públicas.

La otra categoría importante de activos financieros en poder del Estado está vinculada a los recursos de la seguridad social. En bastantes países, una gran proporción de estos recursos está asociada a la financiación de los regímenes de pensiones, que suponen pesadas obligaciones para las administraciones públicas en el futuro. Por lo general, la deuda pública bruta no tiene en cuenta en absoluto tales obligaciones futuras de la seguridad social, lo cual constituye una importante laguna frente a las consecuencias financieras futuras del envejecimiento de la población (véase sobre este punto cuanto se expone más adelante). Igualmente, las cifras de la deuda pública neta corren el riesgo de inducir a error, dado que sólo toman en consideración el «activo» del balance de la seguridad social. En algunos países, como Japón, estas cifras no se consideran de hecho significativas por los poderes públicos, en la medida en que estos últimos prevén que la evolución demográfica reducirá sensiblemente los recursos de la seguridad social en el futuro. En conclusión, los vínculos existentes entre la deuda pública neta y los déficit presupuestarios hacen que resulte preferible utilizar la deuda neta para analizar la evolución del endeudamiento previsible de las administraciones públicas. Sin embargo, los problemas asociados a la calidad de los activos financieros, la existencia de compromisos (y pasivos) implícitos en concepto de pensiones de la seguridad social y la importancia que reviste el servicio de la deuda conceden indudable importancia operativa y conceptual a la consideración de los valores de la deuda pública bruta.

La segunda gran cuestión que plantea la definición de la deuda pública concierne a las instituciones públicas a las que se refiere. En algunos países la atención se polariza en la deuda pública del Estado (o administración central), mientras que en otros la atención se centra sobre todo en los compromisos del conjunto de las administraciones públicas (Estado, seguridad social y corporaciones locales) o bien la atención puede centrarse en la deuda del sector público en su totalidad (es decir, administraciones públicas y empresas públicas). La definición más limitada (deuda pública del Estado) podría justificarse en la medida en que se dispone de datos más abundantes para esta categoría de deuda pública y por el hecho de que para este tipo de deuda es más factible su posible «monetización» (dado que, por lo general, los bancos centrales no adquieren ni descuentan títulos de las corporaciones locales). No obstante, se plantean un cierto número de dificultades cuando se quieren comparar las cifras de la deuda pública del Estado de diversos países, puesto que algunos de ellos tienen una estructura federal y otros no. Por otra parte, la definición más amplia (deuda del sector público) podría justificarse si las cosas se contemplan desde una perspectiva contable patrimonial. De hecho, las administraciones públicas tienen por lo general acciones de empresas públicas, acciones que no se contabilizan entre sus activos financieros (al menos por sus valores reales). Las ventas de estas acciones pueden modificar la deuda pública neta y la deuda pública bruta de las administraciones públicas, pero no necesariamente del patrimonio total del sector público, y de ahí la utilidad de una medición de la deuda del sector público en su conjunto. Sin embargo, la estimación de la deuda del sector público plantea importantes problemas de obtención de datos y de definición en distintos países de niveles comparables de deuda pública. A ello se añade el hecho de que la actividad de las empresas públicas se asemeja bastante más a la de las empresas privadas que a la actividad de las administraciones públicas. En conclusión, consideradas todas las alternativas, la utilización del concepto intermedio (deuda de las administraciones públicas) parece el más apropiado, dado que asegura una comparación razonable de la deuda pública entre distintos países y resulta compatible con las definiciones sectoriales de la Contabilidad Nacional. A ello se añade que en la mayoría de los países la evolución de la deuda pública del Estado y la de las administraciones públicas

ha sido muy semejante en estos últimos años.

Por último, hay que efectuar una distinción —que tiene gran importancia en relación con los debates sobre la deuda pública de ciertos países como Dinamarca, Suecia, Irlanda, Nueva Zelanda, Portugal o Turquía—, distinción que pregunta ¿cuál es el volumen de la deuda pública en poder de no residentes, y qué proporción de la deuda pública está denominada en divisas?

Los empréstitos exteriores aportan recursos suplementarios que permiten a los distintos países invertir más de lo que ahorran, sin provocar con ello aumentos en los tipos de interés del orden de los que se hubieran producido en caso de utilizar deuda interna. Por otra parte, los intereses abonados sobre la deuda en poder de no residentes no constituyen una transferencia interna (pues se contabilizan en la balanza de pagos por cuenta corriente, reduciendo así el PNB y la renta nacional), de forma que la capacidad de hacer frente al servicio de la deuda pública revista una importancia aún mayor que en la deuda pública interna en poder de nacionales. Además, el recurso a la financiación exterior puede afectar en ocasiones a la competitividad de la economía, especialmente si las entradas de capitales se traducen en una elevación del tipo de cambio. Estos efectos son comunes a toda clase de deuda exterior pues, para un volumen dado de la deuda externa total, no tiene

CUADRO N.° 1

DEUDA PUBLICA BRUTA EN PORCENTAJE DEL PNB/PIB NOMINAL

	1972	*1973*	*1974*	*1975*	*1976*	*1977*	*1978*	*1979*	*1980*	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985 (a)*	*1986 (b)*	*1987 (b)*
Estados Unidos	44,1	40,6	39,6	42,6	42,5	40,8	39,0	37,2	37,7	37,1	41,1	44,0	45,1	48,5	50,5	51,6
Japón	17,5	17,0	18,0	22,4	28,0	33,4	41,9	46,9	52,0	57,0	61,1	66,9	68,4	68,9	69,4	69,5
Alemania	18,8	18,6	19,6	25,0	27,0	28,5	29,9	30,7	32,5	36,3	39,5	40,9	41,7	42,3	42,4	43,2
Francia	26,4	25,1	24,7	25,8	24,7	25,2	26,3	26,2	25,0	25,9	28,3	29,8	32,6	34,6	36,4	38,3
Gran Bretaña	75,3	69,7	69,6	65,3	64,1	62,5	59,6	55,6	54,9	54,9	53,6	54,0	55,3	53,7	53,8	53,0
Italia	52,2	52,5	50,0	57,9	56,7	56,6	61,8	61,2	58,5	60,5	66,3	72,1	77,7	84,6	87,2	91,2
Canadá	52,6	46,7	44,5	44,8	42,5	44,8	48,7	43,6	44,7	45,1	50,5	54,5	58,2	63,7	67,4	70,2
Total de los siete grandes países	38,9	36,4	35,8	38,8	39,5	39,7	40,7	40,2	41,2	42,3	45,9	49,0	50,7	53,2	54,6	55,7
Total de los siete grandes menos, Estados Unidos	34,1	32,4	32,4	35,2	36,7	38,7	42,4	43,0	44,5	47,2	50,4	53,8	55,9	57,7	58,5	59,6
Australia	35,9	31,8	29,2	28,5	27,8	29,1	30,3	28,0	25,2	22,6	22,2	24,1	25,2	25,3	26,0	26,0
Austria	17,5	17,5	17,6	23,9	27,4	30,1	33,9	36,0	37,2	39,3	41,6	46,0	47,6	46,9	47,1	49,0
Bélgica	77,4	75,0	69,1	68,8	69,0	72,3	75,3	79,4	85,0	99,5	107,1	118,1	126,5	130,3	132,5	136,3
Dinamarca	10,0	7,9	7,4	11,9	14,6	18,1	21,9	27,0	33,5	43,7	53,1	62,7	67,6	65,8	59,3	56,7
España	14,9	13,2	12,6	12,9	12,6	13,7	13,9	15,7	17,7	21,7	26,9	32,6	39,6	43,6	46,2	48,9
Finlandia	12,4	10,2	8,1	8,6	9,0	10,4	13,5	14,0	13,9	14,6	17,1	18,7	19,1	18,8	17,5	18,0
Grecia	23,2	19,4	20,3	22,4	22,1	22,4	29,4	27,6	27,7	32,8	36,4	41,6	49,9	59,1	56,1	60,7
Irlanda	60,8	57,9	66,1	72,3	78,8	76,4	80,0	84,9	87,7	94,1	103,3	109,7	112,9	120,1	122,2	—
Noruega	50,3	48,8	45,9	48,2	50,3	57,0	64,0	66,3	55,9	51,2	46,2	42,5	35,4	28,5	26,4	26,6
Países Bajos	46,6	43,4	41,5	41,3	40,2	39,7	40,9	42,7	45,9	50,3	55,6	61,9	66,4	69,9	75,5	81,9
Portugal	—	18,5	18,2	26,3	32,1	33,9	37,9	42,3	38,7	48,2	50,5	56,9	61,7	61,7	—	—
Suecia	30,7	30,0	30,4	29,5	27,5	29,9	34,5	39,7	44,8	53,0	62,5	65,9	68,0	70,8	71,0	69,4
Suiza	37,1	36,4	37,5	42,2	46,3	45,9	45,1	44,1	42,6	39,9	38,8	38,3	39,5	—	—	—
Total de pequeños países (c)	33,2	30,8	29,2	30,0	30,0	31,8	34,4	36,1	37,4	41,3	45,5	50,2	53,8	55,6	56,6	58,5
Total de los países anteriores (c)	38,2	35,7	35,0	37,7	38,3	38,8	40,0	39,7	40,8	42,2	45,9	49,2	51,1	53,5	54,9	56,1
Total OCDE, menos Estados Unidos (c)	33,9	32,1	31,7	34,1	35,3	37,3	40,7	41,6	43,0	46,0	49,4	53,0	55,5	57,2	58,1	59,4

(a) Estimaciones parciales.
(b) Previsiones.
(c) Con exclusión de Portugal y Suiza.
Fuente: OCDE.

CUADRO N.° 2

DEUDA PUBLICA NETA EN PORCENTAJE DEL PNB/PIB NOMINAL

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985 (a)	1986 (b)	1987 (b)
Estados Unidos	25,7	22,9	22,0	24,4	24,1	23,0	21,0	19,4	19,5	18,8	21,4	24,0	25,1	26,8	28,8	29,9
Japón	—6,5	—6,1	—5,4	—2,1	1,9	5,5	11,3	14,9	17,3	20,7	23,2	26,2	26,9	26,5	26,2	26,6
Alemania	—5,8	—6,7	—4,7	1,0	4,6	7,0	9,4	11,5	14,3	17,4	19,8	21,4	21,7	22,1	22,2	23,0
Francia	9,1	8,3	8,8	11,1	10,9	10,2	10,2	9,8	9,1	9,9	11,3	13,4	15,2	16,7	18,5	20,4
Gran Bretaña	64,8	57,5	54,9	57,4	56,8	55,8	53,3	48,6	48,0	47,2	46,4	47,1	48,5	46,9	46,9	46,1
Italia	43,4	45,2	42,7	52,0	52,8	52,7	55,4	55,3	53,6	57,3	63,4	68,9	74,9	81,9	84,5	88,5
Canadá	4,3	2,7	1,1	4,4	5,3	7,7	10,6	10,7	11,5	10,7	16,9	20,4	24,7	30,3	34,0	36,7
Total de los siete grandes países	18,8	16,9	16,4	19,7	20,6	20,8	21,1	20,8	21,3	22,0	24,6	27,2	28,6	30,0	31,4	32,5
Total de los siete grandes, menos Estados Unidos	12,4	11,3	11,2	15,2	17,2	18,7	21,2	22,0	23,0	25,0	27,5	30,1	31,9	33,0	33,8	35,0
Australia	35,9	31,8	29,2	28,5	27,8	29,1	30,3	28,0	25,2	22,6	22,2	24,1	25,2	25,3	26,0	26,0
Austria	17,5	17,5	17,6	23,9	27,4	30,1	33,9	36,0	37,2	39,3	41,6	46,0	47,6	46,9	47,1	49,0
Bélgica	61,0	58,1	54,3	54,1	54,6	57,7	60,6	64,8	69,4	81,0	86,5	95,1	100,5	104,4	106,5	110,3
Dinamarca	—9,1	—12,3	—13,6	—10,1	—7,7	—5,0	—2,2	1,8	7,2	16,6	26,3	34,1	37,6	35,3	28,5	25,9
España	2,1	1,7	1,3	1,3	0,7	2,0	3,0	5,0	7,1	10,5	14,0	18,5	23,3	27,3	29,9	32,7
Finlandia	—8,1	—10,7	—10,6	—9,5	—10,5	—10,0	—8,3	—6,8	—6,1	—4,7	—1,9	0,4	0,7	0,5	—0,8	—0,4
Grecia	23,2	19,4	20,3	22,4	22,1	22,4	29,4	27,6	27,7	32,8	36,4	41,6	49,9	59,1	56,1	60,7
Irlanda	32,7	31,9	36,9	45,2	51,6	50,3	56,0	63,1	68,4	73,4	81,8	87,8	90,9	96,1	100,1	
Noruega	0,6	—1,4	—1,8	0,7	3,5	9,5	14,0	16,9	6,9	3,9	1,3	—2,4	—9,5	—16,4	—18,5	—18,4
Países Bajos	24,6	21,0	19,1	19,8	20,4	19,3	20,1	21,8	25,0	27,4	31,3	36,5	38,5	42,1	47,7	54,1
Portugal		18,3	18,0	26,2	32,0	33,8	37,1	41,6	38,3	48,2	50,5	56,9	61,6	61,7	—	—
Suecia	—29,6	—31,1	—30,1	—28,8	—29,7	—28,9	—25,3	—19,9	—13,6	—5,3	4,5	10,5	12,7	15,5	15,7	14,1
Suiza	15,2	15,9	16,7	19,8	20,9	21,2	20,2	20,7	19,2	18,1	17,3	17,4	16,7	—	—	—
Total de pequeños países (c)	14,3	12,0	10,8	11,9	12,2	13,7	15,9	17,7	19,1	22,4	26,1	30,4	32,8	34,6	35,6	37,5
Total de los países anteriores (c)	18,3	16,3	15,7	18,7	19,5	19,9	20,5	20,4	21,1	22,1	24,7	27,6	29,1	30,6	31,9	33,1
Total OCDE, menos Estados Unidos (c)	12,8	11,4	11,1	14,5	16,2	17,7	20,1	21,1	22,2	24,5	27,2	30,2	32,1	33,4	34,2	35,5

(a) Estimaciones parciales.
(b) Previsiones.
(c) Con exclusión de Portugal y Suiza.
Fuente: OCDE.

gran importancia (en el plano económico) que sea el sector público o el sector privado el que se endeude en el exterior.

La deuda en divisas puede plantear un problema a las autoridades si la moneda nacional se deprecia en relación al tipo de cambio al que se contrajo la deuda pública. Si bien, a largo plazo, los diferenciales en los tipos de interés tenderían a compensar las variaciones de los tipos de cambio, a corto plazo el riesgo de cambio puede ser relativamente importante. Las recientes fluctuaciones de muchas divisas frente al dólar estadounidense han provocado modificaciones significativas del *ratio* deuda pública/PNB, sin relación alguna con el déficit presupuestario, en los países que poseen una fuerte deuda externa, a pesar de que ello no se refleje siempre en las estadísticas de deuda pública. En el análisis que sigue a continuación, no se realizará distinción alguna entre los compromisos exteriores e interiores del sector público.

GRAFICO A

EVOLUCION HISTORICA DE LA RELACION ENTRE DEUDA PUBLICA Y PNB

Las definiciones de la deuda pública utilizadas en este gráfico son las siguientes (en el Secretariado de la OCDE pueden obtenerse detalles complementarios y precisiones sobre las fuentes de datos relativos a la deuda y al PNB):

ESTADOS UNIDOS: 1) Deuda federal bruta en manos del público, 1940/1985. 2) Deuda pública de la administración federal, 1870/1940.

JAPON: Deuda bruta de la administración central (obligaciones del Estado comprendidos efectos a corto plazo en 1946) 1880/1985 (ruptura de la serie en 1946).

ALEMANIA: 1) Deuda bruta del conjunto de las administraciones públicas, 1950/1985 (cambios de definición en 1946). 2)Deuda bruta del conjunto de las administraciones públicas 1928/1938 (por lo tanto, antes de las modificaciones territoriales posteriores a la guerra).

FRANCIA: Deuda bruta del conjunto de las administraciones públicas, 1938/1985 (cambio de definición en 1976, y una sola observación antes de la guerra).

REINO UNIDO: Deuda nacional, 1855/1985 (equivale aproximadamente a la deuda bruta de la administración central).

ITALIA: Deuda bruta del conjunto de las administraciones públicas, 1960/1985.

CANADA: 1) Deuda bruta del gobierno federal, 1972/1983. 2) Deuda directa del gobierno federal (no incluidas las partidas de rentas vitalicias y los fondos de amortización) 1867/1971.

BELGICA: Deuda bruta de la administración central, 1924/1984 (ruptura de la serie en 1960 por la deuda del Congo).

DINAMARCA: Deuda bruta de la administración central y de las entidades locales, 1949/1984 (ruptura de la serie en 1958).

FINLANDIA: Deuda bruta de la administración central (deuda pública total) 1926/1983 (ruptura de la serie en 1938 y 1960).

PAISES BAJOS: Deuda neta del conjunto de las administraciones públicas 1900/1984 (ruptura de la serie en 1939).

NORUEGA: Deuda bruta de la administración central, 1865/1983 (ruptura de la serie en 1965).

ESPAÑA: Deuda bruta del conjunto de las administraciones públicas, 1901/1984.

SUECIA: Deuda bruta de la administración central, 1938/1984.

SUIZA: Deuda bruta de la administración central, 1925/1984 (ruptura de la serie en 1950).

(+ un solo dato censado, * ruptura de serie).

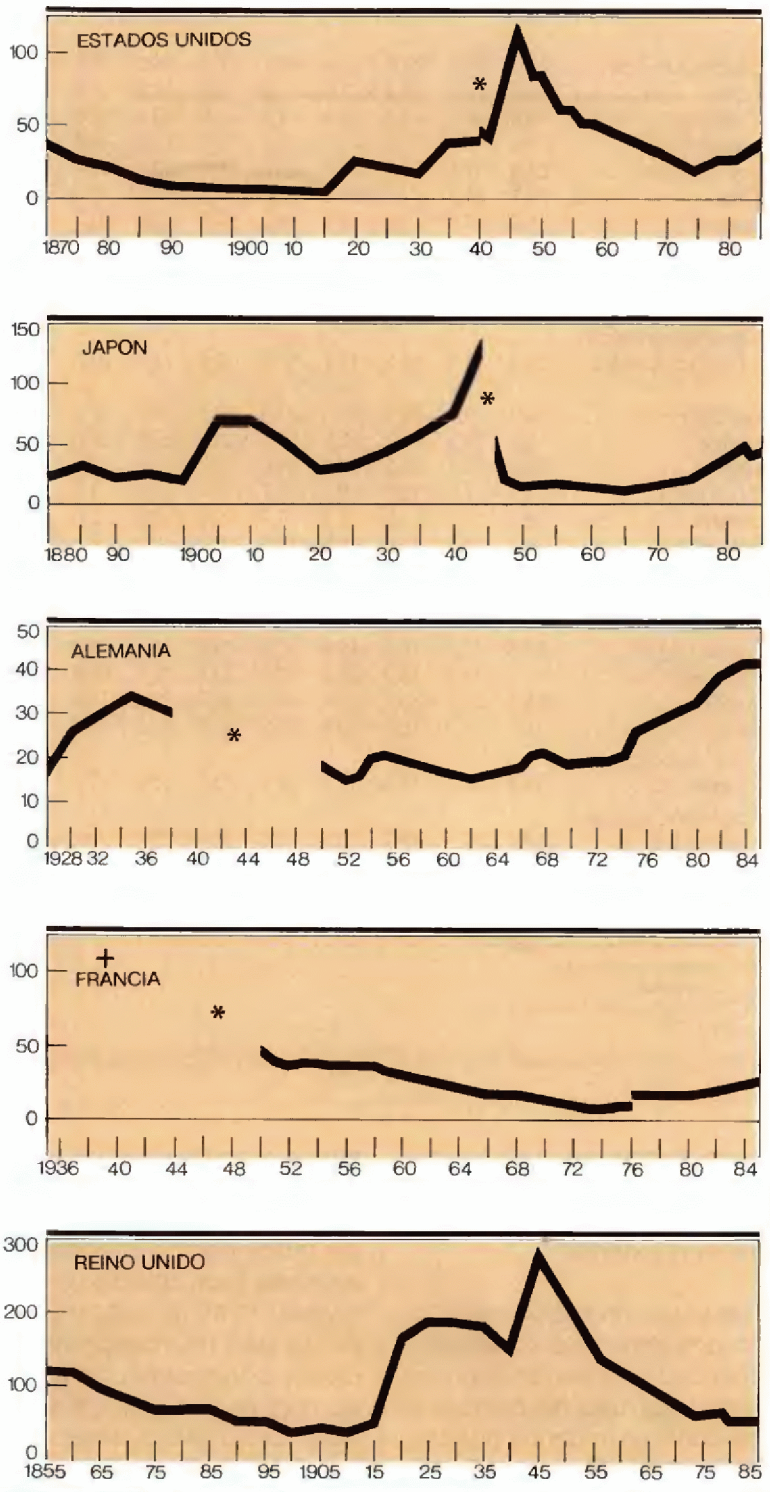
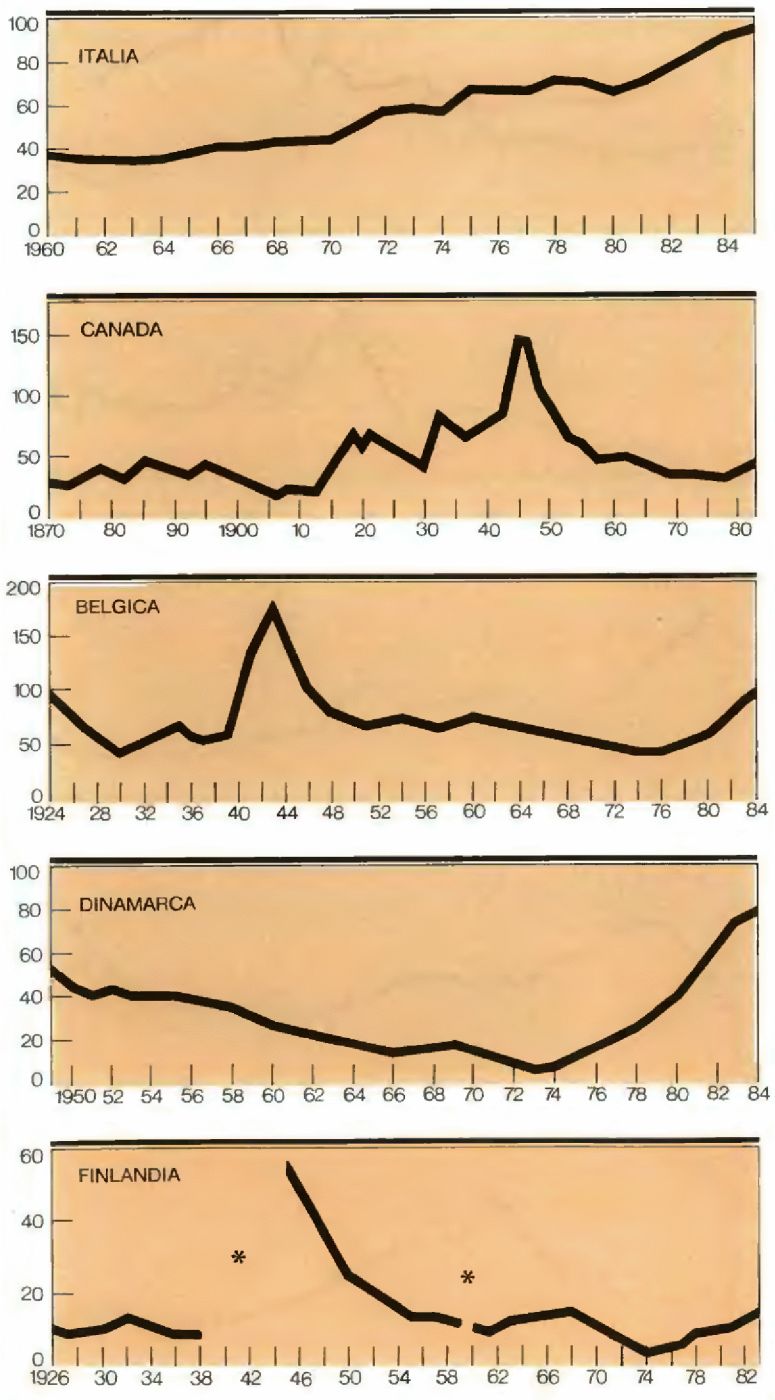


GRAFICO A

EVOLUCION HISTORICA DE LA RELACION ENTRE DEUDA PUBLICA Y PNB



2. Evolución reciente del *ratio* deuda pública/PNB en relación con pasadas tendencias

Las cifras reales y las proyecciones de la relación entre deuda pública (bruta y neta) y PNB, calculadas sobre la base de su valor contable, se ofrecen en los cuadros números 1 y 2 para el período 1972-1987. Las cifras de deuda pública *bruta* permiten comprobar su rápido aumento en la mayoría de grandes países a partir de 1981, especialmente en Italia y Canadá. Esa relación deuda pública bruta/PNB se ha mantenido prácticamente estable en Gran Bretaña, comportamiento que constituye una excepción, aunque su nivel de partida fuera relativamente más elevado. Los países en los que el *ratio* deuda bruta/PNB es más elevado son, entre los grandes países, Italia, Japón y Canadá y, entre los pequeños, Bélgica, Irlanda, Países Bajos, Suecia y Dinamarca. En todos estos países, el *ratio* deuda pública bruta/PNB ha superado el 65 por 100 a finales de 1985. Los *ratios* más bajos se observan en Francia, Australia, Finlandia y Noruega. Conviene hacer notar, sin embargo, que, en muchos países, el peso de la deuda pública no ha aumentado rápidamente durante los años setenta, y que el nivel de 1972 con frecuencia no se ha superado hasta 1978 o más tarde.

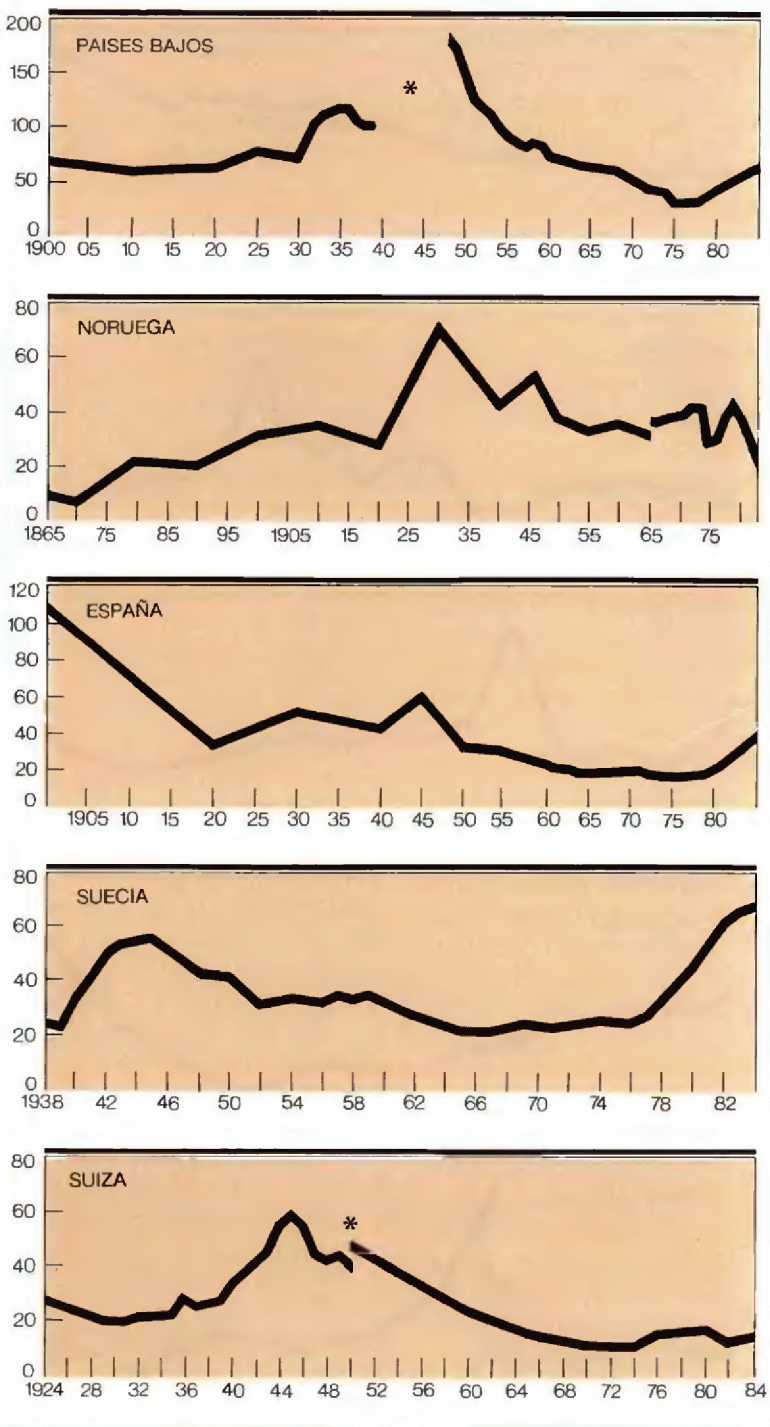
Los *ratios* entre deuda pública *neta* y PNB han evolucionado por lo general de un modo muy similar a los de la deuda pública bruta. Sin embargo, sus niveles son bastante más bajos, sobre todo en Japón, Canadá, Estados Unidos y los países nórdicos. De hecho, al principio del período analizado, varios países presentaban una deu-

da neta negativa, al superar sus activos financieros al pasivo. Con excepción de algunos países (Japón, Australia, Dinamarca) el nivel de la relación tanto de la deuda pública bruta como de la deuda pública neta con el PNB se incrementará de nuevo en 1987. Por lo que respecta a Japón, parece que el nivel se ha estabilizado, en parte por el efecto de la elevación de los tipos de cotización al régimen de pensiones producida en 1986, que ha provocado un aumento del superávit de la seguridad social.

Dado que los *ratios* deuda pública/PNB solamente se modifican con lentitud a lo largo de los años, es necesario examinar su evolución desde una perspectiva a medio plazo para apreciar la importancia del crecimiento reciente de la deuda pública. A estos efectos, se ofrecen los datos históricos para una quincena de países (véase grafico A) con el fin de proporcionar las series más extensas posibles. Pese a no ser perfectamente comparables entre los distintos países, estos datos son prácticamente coherentes en el tiempo para cada país; en la mayoría de los casos representan la deuda pública del Estado (administración central). Naturalmente, conviene resaltar que, para períodos tan largos como los ilustrados en el gráfico A, las características y orientación de la actividad pública se han alterado de modo considerable. En la actualidad se dedica una porción mucho más importante de la producción total al consumo y a la inversión públicos, y el aumento del gasto público total (incluidas transferencias) ha sido todavía de mayor magnitud. Por otra parte, la expansión de la magnitud del sector público se ha visto acompañada también por un crecimiento de los ingresos fiscales, sin que pueda desprenderse una tendencia clara en el nivel de la

GRAFICO A

EVOLUCION HISTORICA DE LA RELACION ENTRE DEUDA PUBLICA Y PNB



deuda pública a lo largo de períodos semejantes.

¿Qué se deduce de todos estos datos de la deuda pública? Una conclusión general aplicable a casi todos los países es que los niveles actuales de los *ratios* deuda pública/PNB son todavía relativamente moderados en relación con la experiencia pasada. Sin embargo, resulta importante atender a la dirección en la que estos *ratios* evolucionan. Para interpretar esta evolución, hay que distinguir los efectos vinculados a las variaciones de la deuda pública en circulación (debidos a los desequilibrios presupuestarios y, en ocasiones, a decisiones históricas de repudio de la deuda) de los que se derivan del crecimiento nominal del PNB (que reflejan tanto el crecimiento real de la producción como el de las tasas de inflación). La importancia relativa de estos factores ha cambiado con el transcurso del tiempo. El principal elemento responsable de los aumentos históricos en el *ratio* deuda pública/PNB ha sido, y con notable superioridad, el crecimiento de la deuda pública durante los períodos bélicos. Un segundo factor, menos importante, ha sido la tendencia al aumento de los déficit presupuestarios durante las fases de contracción de la coyuntura económica. De hecho, las recesiones han determinado a veces una baja de los precios paralelamente a una disminución en el crecimiento real del producto, agravando así la carga del servicio de la deuda. El período de recesión seguido de otro de crecimiento lento que se registra a partir de finales de los años setenta se ha caracterizado, en la mayoría de países, por un aumento del *ratio* deuda pública/PNB (principalmente debido a los déficit presupuestarios); la magnitud de esta evolución ha sido en algunos casos tan importante como la registrada después de la depresión de los años treinta, a pesar de que la caída del valor de la producción de los treinta fue muy superior a la actual.

En general, el *ratio* deuda pública/PNB ha disminuido cuando el PNB nominal se ha elevado. De este modo, el fuerte crecimiento del volumen de producción ha contribuido significativamente a reducir el peso de la deuda pública entre el final de la segunda guerra mundial y el principio de los años setenta en muchos países, en especial en Japón. No obstante, las bajas más fuertes del peso de la deuda pública han sido consecuencia de una elevada inflación. Los ejemplos más notables a este respecto, entre los grandes países, han sido los de Francia y Alemania en varias ocasiones, y Japón después de finalizada la segunda guerra mundial. Los casos de reducción de la deuda en circulación debido a superávit presupuestarios han sido relativamente raros, aunque ello explique que la deuda pública disminuyera aproximadamente dos tercios en Estados Unidos durante los treinta años que siguieron a la Guerra de Secesión y que Gran Bretaña reembolsara rápidamente una parte de la deuda contraída durante las guerras napoleónicas (antes de registrar de nuevo superávit presupuestarios durante los años veinte). El volumen de la deuda pública se ha visto reducido en ocasiones singulares como consecuencia de un repudio para atender a su servicio, como sucedió con Alemania al final de la guerra. El repudio de la deuda pública es siempre un acto singular ligado a cambios políticos trascendentes (nuevos regímenes políticos).

3. Análisis de la deuda desde la perspectiva de la cuenta patrimonial del sector público

Las cifras de la deuda pública examinadas hasta ahora se basan en conceptos *financieros* que se refieren al pasivo y, en el caso de las cifras netas, a los activos financieros del Estado o del sector de administraciones públicas. También se ha hecho referencia a los préstamos y a las garantías de préstamos concedidos por el Estado a empresas públicas, a las ventas de activos del sector público y a los compromisos implícitos del gobierno asociados a la financiación de los regímenes de pensiones de la seguridad social. Todas estas partidas (igual que los activos de capital del Estado) afectan a lo que podría denominarse como el *patrimonio neto del sector público*, pero de un modo distinto del que afectan a la situación financiera de este sector medido por la deuda pública bruta o neta.

El concepto de «patrimonio neto» del sector público se ha considerado por algunos autores como un indicador mejor adaptado para evaluar las consecuencias de la política presupuestaria a medio plazo (2). Dado que la adquisición o la cesión de activos aparecería claramente registrada si las cuentas públicas se presentaran en forma de balance, este tipo de análisis sería el mejor medio de examinar las consecuencias de las inversiones públicas, de las ventas de activos del Estado, del agotamiento de los recursos naturales y de la situación de la seguridad social. Por ejemplo, como se ha indicado anteriormente, cuando el sector público vende activos *no* financieros, tales como empresas públicas, el producto de estas ope-

raciones reduciría la deuda financiera neta del Estado, pero no se produciría mejora alguna equivalente en su patrimonio neto (3). En determinadas circunstancias, ello puede incrementar la flexibilidad de la política presupuestaria, pero, para poder juzgar esta situación, es necesario conocer la cuenta patrimonial global del sector público, y no simplemente su componente puramente financiero.

Existen dos definiciones posibles del concepto de «valor neto del patrimonio del sector público». La definición más amplia incluiría no solamente los activos y los pasivos financieros y *no* financieros, sino también el valor neto actualizado de los ingresos fiscales futuros menos las transferencias, y el coste neto actualizado de los gastos de consumo futuros (4). Esta definición del valor neto del patrimonio no es especialmente satisfactoria desde el punto de vista operativo, y plantea difíciles problemas de estimación en la práctica.

Una segunda definición, más simple, del valor neto del patrimonio público se basa en los activos financieros y *no* financieros *netos* de las administraciones públicas. Se tienen así en cuenta los activos no incluidos en la definición de la deuda pública neta (total de capital público fijo, empresas comerciales e industriales de capital público, recursos naturales pertenecientes al sector público), así como los compromisos explícitos e implícitos que generalmente no se incluyen en el pasivo *financiero* del Estado, y cuyos dos ejemplos principales son las pensiones de la seguridad social y los compromisos extrapresupuestarios del sector público. Las pensiones de la seguridad social resultan particularmente significativas porque los órdenes de magnitud involucrados son muy importantes, y porque pueden influir sobre el ahorro privado y ocasionar una penuria de fondos de ahorro, con el riesgo de provocar una reducción de la inversión privada. Los compromisos extrapresupuestarios adoptan la forma de garantías públicas de préstamos a personas jurídicas o físicas, por lo que se considera que constituyen operaciones de riesgo, al menos a los tipos de interés vigentes. Los préstamos de este tipo, en circunstancias normales, presentan una probabilidad relativamente constante de impago, por lo que no parece que deban modificar el valor neto del patrimonio del sector público en los próximos años.

La exposición anterior ofrece una idea de la diversidad de los activos y de los elementos del pasivo que conviene tener en cuenta al calcular el valor neto del patrimonio del sector público. Naturalmente, resulta difícil estimar en la práctica el conjunto de componentes *no* financieros de la cuenta patrimonial del sector público. El ejemplo más visible de activos *no* financieros del sector público es el total de capital público fijo (carreteras, escuelas, hospitales, etc.). Estos activos son importantes y, a diferencia de la deuda pública originada por el consumo público, su crecimiento se considera —tradicionalmente— como un motivo justificado de endeudamiento del sector público, a condición de que la tasa de rendimiento de la inversión sea suficiente para el pago de los intereses. En otros términos, si los recientes aumentos de la deuda pública en relación a la producción reflejaran una expansión del capital del sector público, podría haber menos razones de inquietud ante ese mayor endeudamiento (5).

En el cuadro n.° 3 se han relacionado las estimaciones del total de capital público fijo, procedentes de diversas fuentes nacionales, con las cifras netas de la deuda pública para obtener una estimación del valor neto del patrimonio de las administraciones públicas en seis grandes países de la OCDE. Esta estimación corresponde a la definición estricta del patrimonio neto que, en ocasiones, se da en el sistema de Contabilidad Nacional. Las cifras a las que se llega permiten comprobar que en la mayoría de países el valor neto del patrimonio de las administraciones publicas se ha reducido en los últimos años, lo que hace pensar que la formación de capital no figura entre las causas del rápido crecimiento de la deuda pública. La única excepción importante a este respecto es la de Japón, donde el aumento del capital público se ha equiparado con el crecimiento de la deuda pública durante la mayor parte del periodo estudiado. Para determinados países, tomar en cuenta el capital público total agrava incluso el problema planteado por el deterioro de la situación financiera del Estado, tal como la revelan las cifras de la deuda pública. Sin embargo, y de cara al futuro, dado que la relación entre el total de capital público y el PNB tenderá a mantenerse invariable en los próximos años (si no se modifican los criterios de inversión pública actuales (6)), este factor no debería tener influencia sobre la evolución futura del valor neto del patrimonio del sector público.

II. PROYECCIONES A MEDIO PLAZO DE LA DEUDA PUBLICA

El gráfico B muestra —en forma de curva en negro— la evolución prevista de la deuda pública ne-

CUADRO N.° 3

VALOR NETO DEL PATRIMONIO DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS (a)
(En porcentaje del PNB/PIB nominal)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985 (b)	1986 (b)
Estados Unidos	34,2	34,2	35,5	41,7	46,7	43,7	40,4	40,4	42,2	45,5	47,7	45,1	41,0	36,6	30,2	26,8	24,3
Japón	36,6	39,4	41,7	46,6	48,9	46,1	43,7	41,4	38,0	39,2	40,1	38,4	37,1	35,8	37,7	41,8	44,2
Alemania	70,9	70,8	69,1	69,7	70,3	65,8	61,1	60,3	60,0	62,9	63,7	61,2	57,6	55,2	52,8	50,4	48,5
Francia	17,5	17,7	19,6	21,4	21,3	20,1	19,6	21,0	21,0	22,1	23,9	24,5	22,7	20,8	19,3	17,2	15,7
Gran Bretaña	—12,3	—6,0	4,8	21,2	29,4	24,3	21,0	17,7	19,5	28,4	30,9	28,6	22,7	18,1	18,7	20,5	20,4
Canadá	42,2	45,2	45,1	45,0	49,3	48,0	45,1	44,2	39,7	38,3	37,5	39,8	34,9	27,7	23,6	18,3	15,3

(a) Cuantía de capital público fijo menos compromisos financieros netos. Las cifras relativas a las existencias de capital fijo se han estimado, por lo general, a partir de estadísticas de inversión pública, por medio del método de inventario perpetuo, y se han revaluado a precios corrientes.
(b) Previsiones.
Nota: Para las definiciones y la metodología, véase anexo II de Chouraqui y otros (1986).
Fuente: OCDE.

ta en relación al PNB en ocho países de la OCDE (los siete grandes más España) en la hipótesis de unas políticas presupuestarias invariables. Las proyecciones realizables suponen que, en cada uno de estos países, la actividad económica recuperará su nivel tendencial en el curso de los tres años que van de 1988 a 1990, siendo la posición de partida la prevista por el Secretariado de la OCDE para 1987 (7). Durante este período, el saldo presupuestario (con exclusión de los intereses abonados por el servicio de la deuda) se prevé que varíe en función de la incidencia de los estabilizadores automáticos para, a continuación, mantenerse a un nivel constante en términos de PNB. Todo ello supone que los ingresos y los gastos públicos (netos de pagos de intereses) se mantendrán estables proporcionalmente a la producción (8). Por lo demás, se supone que la inflación se mantendrá en el nivel previsto para 1987 mientras que los tipos de interés, aunque orientados hacia la baja, se mantienen dos puntos por encima de la tasa de crecimiento económico.

Evidentemente, este tipo de proyecciones sólo tiene un carácter ilustrativo, pues tratan de mostrar simplemente si la configuración actual de las políticas presupuestarias, de los tipos de interés y de las tasas de crecimiento económico pueden mantenerse en el futuro. A este respecto conviene precisar que, en determinados países estudiados (como Japón) las autoridades han adoptado unos programas de saneamiento de la hacienda pública que van más allá de 1987, y que tendrán como efecto reducir el déficit presupuestario neto de intereses. Por tanto, las proyecciones aquí presentadas deben interpretarse únicamente desde la perspectiva de unas políticas presupuestarias que se mantuvieran invariables en relación a la situación prevista para 1987.

Se desprende de estas proyecciones que las perspectivas de evolución de la deuda pública varían considerablemente de un país a otro. Para Estados Unidos, Italia, Canadá y España se observa un aumento continuo de la relación entre la deuda pública y el PNB. Esta relación alcanzará en el año 2010 el 220 por 100 en Italia, alrededor del 110 por 100 en España, el 100 por 100 en Canadá y el 65 por 100 en Estados Unidos. También aparece una tendencia ascendente en el caso de Gran Bretaña, pero solamente a partir de finales de los años ochenta; hasta entonces, el *ratio* deuda/PNB deberá mantenerse relativamente estable. Por el contrario, esta relación disminuirá progresivamente en Japón y Francia, hasta caer aproximadamente al 10 por 100 en 2010. Por lo que respecta a Alemania, las proyecciones son todavía más optimistas, puesto que el peso de la deuda se acercará a cero a principios del siglo próximo.

Como se ha indicado anteriormente, estos cálculos parten de la hipótesis de que los gastos públicos netos de la deuda se mantendrán constantes en proporción al PNB. Ahora bien, está claro que, en ausencia de modificaciones de la política presupuestaria, las diferentes categorías de gastos públicos no evolucionarán, de hecho, del mismo modo. En especial, la evolución demográfica afectará

considerablemente a la estructura del gasto público a medio plazo, puesto que en muchos países el envejecimiento de la población agravará considerablemente las cargas de las administraciones públicas por la financiación de las pensiones de la seguridad social (9). Por ello, no deja de tener interés el estimar en qué medida este factor puede influir sobre las proyecciones anteriores. Este examen resulta tanto más justificado cuanto que la política presupuestaria de determinados países (y notablemente Japón) se centra en la necesidad de mejorar la situación actual de la Hacienda Pública a fin de hacer frente al creciente aumento en el futuro de las pensiones de jubilación de la seguridad social.

La curva en color sepia del gráfico B ilustra este aspecto al mostrar cómo evolucionaría la relación de la deuda pública con el PNB si se tuvieran en cuenta las variaciones de los déficit presupuestarios, después de 1987, debidas al aumento o la disminución del coste de las pensiones de la seguridad social. En este caso, la hipótesis de unas políticas invariables nos lleva a considerar que todas las variaciones del volumen de las prestaciones abonadas por el concepto de pensiones influirán sobre el déficit presupuestario y, por tanto, sobre la acumulación de la deuda publica. Esta es una visión extrema de las cosas, ya que en un cierto número de países (Francia y Alemania, por ejemplo) existen dispositivos específicos de ajuste de los tipos de cotización a la seguridad social, que permiten garantizar la gestión de los sistemas de pensiones sobre la base del principio de distribución automática de su coste.

Sin embargo, dadas las preocupaciones que suscita en muchos países el elevado nivel de las deducciones obligatorias y, en ciertos casos, la existencia de un compromiso explícito de la política económica para no aumentar la presión fiscal, parece difícil conseguir una elevación de las cotizaciones a la seguridad social, a no ser que se vea acompañada por una reducción en otros impuestos.

Se ha supuesto que los pagos de pensiones en proporción al PNB están en función directa de la «tasa de dependencia» (número de personas que han alcanzado la edad de jubilación en relación al número de activos). Ello es compatible con la hipótesis según la cual las pensiones aumentarán al mismo ritmo que los salarios, mientras que la tasa de actividad y la proporción de los salarios en el PNB se mantendrán constantes (10). En el caso de Japón y Gran Bretaña, las proyecciones se basan en cálculos un poco más detallados, teniendo en cuenta el hecho de que el sistema actual de pensiones en estos dos países no funciona todavía a pleno régimen (11).

Del gráfico se desprende que la carga de las pensiones constituirá uno de los grandes problemas de las finanzas públicas en los próximos años. Estados Unidos es aparentemente el único país en el que su incidencia pesará solo débilmente sobre la evolución de la deuda pública. Por el contrario, en todos los demás países considerados, la inclusión de las repercusiones de las políticas actuales en materia de pensiones agrava las perspectivas de evolución de la deuda. Por lo que respecta a Italia, Canadá y España, este agravamiento es relativamente importante, pero no hace otra cosa que reforzar la necesidad de una disciplina y contención presupuestarias que se impondría de todos modos y por otros motivos.

A la inversa, y por lo que respecta a Japón, las consecuencias del envejecimiento de la población resultan mucho más dañinas. En este país, en efecto, en lugar de disminuir regularmente, la relación de la deuda pública con el PNB aumentará rápidamente a partir de principios de la próxima década. En Alemania y en Francia, el aumento de las prestaciones de jubilación tendrá igualmente el efecto de aumentar el *ratio* deuda/PNB, pero solamente a partir de finales de siglo.

Estas proyecciones dan una idea de la presión que la deuda pública ejerce sobre la política presupuestaria. Entre los países examinados, es en Estados Unidos, Canadá, Italia y España donde la necesidad de una disciplina y contención presupuestaria es más apremiante. No obstante, en Estados Unidos, si el reajuste entre ingresos y gastos públicos se hiciera en las proporciones deseadas para cumplir los objetivos del déficit presupuestario previstos en la ley «Gramm-Rudman-Hollings», la evolución de la deuda pública mejoraría sensiblemente. En Alemania y en Francia, la deuda pública podría estabilizarse si la actividad económica se recupera del modo previsto en las proyecciones, pero volvería posteriormente a aumentar debido a la evolución demográfica. En Gran Bretaña, la disminución de los ingresos petrolíferos y la llegada a su madurez del sistema de jubilaciones deberían interrumpir, e incluso invertir, la tendencia a la baja del *ratio* deuda pública/PNB. Finalmente, por lo que respecta a Japón, la estabilización del *ratio* de la deuda pública/PNB —alcanzada después de varios años de contención presupuestaria— será solamente temporal. El aumento del número de prestatarios debido al envejecimiento de la población y a la im-

portancia de los derechos adquiridos, pesará enormemente sobre la hacienda pública de este país en el futuro. Serán previsibles, pues, nuevas medidas, tanto del lado de los ingresos como del de los gastos, para poder hacer frente a esta situación.

No obstante, conviene recordar que las proyecciones antes presentadas no tienen en cuenta las medidas de saneamiento presupuestario anunciadas por los distintos gobiernos para años posteriores a 1987. Además, estas proyecciones guardan una estrecha dependencia con la diferencia entre el PNB previsto para 1987 y el nivel supuesto de la producción potencial a mitad del ciclo coyuntural. Y también dependen del grado en que el saldo presupuestario varíe en función de esta diferencia de producción.

A este respecto, la evolución proyectada de la deuda pública puede parecer exageradamente pesimista si el nivel de la producción potencial se ha subestimado (ése podría ser el caso de los países en los que se ha dado un peso excesivo al reciente período de crecimiento lento). La hipótesis según la cual los tipos de interés se mantendrán por encima de la tasa de crecimiento económico en los próximos años puede también parecer pesimista. Aunque una situación así no sea nueva (hace varios años que dura ya en un gran número de países de la OCDE), no por ello deja de parecer menos excepcional en relación con el pasado histórico. No obstante, dado que no existe una causa única para la persistencia de unos elevados tipos de interés reales (12), es difícil de predecir si esta relación entre tipos de interés y tasa de crecimiento se mantendrá o se invertirá. A título indicativo, la curva en gris del gráfico B muestra de qué modo evolucionaría la deuda pública si los tipos de interés bajaran progresivamente hasta alcanzar el mismo nivel que las tasas de crecimiento económico. En tal eventualidad, el perfil de la deuda —sin experimentar una modificación fundamental (13)— sería ligeramente menos ascendente en ciertos países (Estados Unidos, Francia, Gran Bretaña e Italia).

III. LAS CONSECUENCIAS DE UN NIVEL ELEVADO DE DEUDA PUBLICA

1. Rigidez presupuestaria, tensiones sobre los tipos de interés y riesgos de expulsión

Si bien es cierto que, como se ha afirmado en la primera parte de este trabajo, el nivel actual de la deuda pública en terminos de PNB no carece de precedentes históricos en la mayoría de los países, también lo es que su crecimiento de forma duradera en una etapa de expansión de la actividad economica como la actual no es un hecho habitual. ¿Cuáles son las consecuencias económicas probables de un nivel elevado de deuda pública? Planteada así la cuestión, lo que hay que preguntarse es en qué medida el actual nivel de la deuda pública —y/o la perspectiva de su crecimiento futuro— crea problemas *distintos* a los ligados a la existencia de importantes déficit presupuestarios o, dicho en otras palabras, en qué medida la deuda ejerce un «efecto de *stock*» derivado de su propio volumen, además del efecto de expulsión resultante de la financiación del déficit presupuestario. Las dos principales dificultades que plantea la existencia de un volumen importante de deuda pública parecen ser la rigidez presupuestaria, derivada del aumento de la carga del servicio de la deuda, y el riesgo de desatar presiones alcistas sobre los tipos de interés, que podrían provocar una caída de la inversión privada, una reducción de las existencias de capital y un debilitamiento del crecimiento potencial de la economía.

Cuanto mayor sea el nivel de la deuda pública, tanto mayor será la carga de pagos por intereses (para unos tipos dados de interés) y, por lo tanto, tanto mayor será la presión ejercida sobre los demás componentes del gasto público si se quiere mantener el grado de restricción o limitación presupuestaria. En muchos países, los déficit presupuestarios y la deuda pública han continuado creciendo debido a la recesión económica y al crecimiento del coste del servicio de la deuda pública, a pesar de notables esfuerzos realizados por reducir el gasto público en muchos de ellos. El análisis de los saldos presupuestarios estructurales, netos de los pagos de intereses de la deuda pública (cuadro número 4), permite concluir que tanto los aumentos de impuestos como las reducciones del gasto público han sido muy importantes en estos últimos años para un cierto número de países de la OCDE. Estas medidas han sido con frecuencia claramente impopulares. Por este motivo, resultará necesario realizar un esfuerzo suplementario para aumentar el rigor del presupuesto, lo que resultará cada vez más difícil de llevar a cabo.

El problema del servicio de la deuda amenaza, además, con agravarse en varios países si la importancia de las fuentes actuales de

CUADRO N.° 4

SALDOS PRESUPUESTARIOS ESTRUCTURALES, DEDUCIDOS LOS PAGOS DE INTERESES EN CONCEPTO DE SERVICIO DE LA DEUDA PUBLICA

(En porcentaje del PNB/PIB potencial en valor)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985 (a)	1986 (a)
Estados Unidos	1,0	0,9	1,8	0,3	1,5	1,7	1,8	2,2	1,6	2,6	2,2	1,7	1,7	1,5	1,5
Japón	—0,1	0,1	0,7	—1,8	—2,5	—2,5	—4,0	—3,1	—2,5	—1,8	—1,5	—0,8	0,6	1,3	2,1
Alemania	—0,7	0,7	—0,8	—3,5	—2,3	—1,3	—1,5	—1,9	—1,6	— 1,2	0,5	1,8	1,9	2,5	2,3
Francia	1,1	1,0	1,4	0,5	1,2	0,7	—0,8	0,2	1,8	0,8	0,4	0,6	1,5	2,4	2,1
Gran Bretaña	1,6	—1,1	—0,2	0,6	1,1	2,4	0,7	1,0	3,3	6,6	7,4	5,2	4,7	4,6	3,8
Italia	—6,6	—6,2	—5,7	—6,7	—4,3	—2,8	—3,9	—4,2	—2,9	—5,3	—4,3	—1,7	—2,4	—3,8	—3,0
Canadá	0,2	0,4	1,3	—2,0	—1,7	—1,5	—1,8	—0,2	—0,4	0,5	0,9	—0,4	—0,4	—0,5	0,3
Total de los siete grandes países	0,3	0,2	0,7	—0,9	—0,1	0,3	—0,2	0,2	0,4	1,1	1,3	1,2	1,4	1,5	1,6
Total de los siete grandes, menos Estados Unidos	—0,4	—0,4	—0,2	—1,9	—1,5	—1,0	—2,1	—1,6	—0,7	—0,2	0,4	0,7	1,2	1,5	1,7
Australia	4,2	0,8	4,1	1,4	—0,9	3,0	1,9	0,8	1,8	2,2	3,2	0,4	—1,0	—1,0	—0,5
Austria	2,6	2,3	2,8	—0,2	—1,5	—0,6	0,4	—0,2	0,4	1,4	0,9	—0,1	1,3	1,2	1,4
Bélgica	—1,9	—2,6	—1,8	—1,4	—2,8	—0,8	—0,7	—0,3	—2,8	—4,8	—1,9	—0,4	2,3	3,6	4,3
Dinamarca	1,9	2,0	1,9	0,7	—0,5	—0,1	1,2	—0,6	0,2	0,0	2,2	0,8	3,4	5,4	8,5
España	0,1	0,5	0,5	0,0	—0,2	—0,7	—1,6	—0,8	—0,9	—1,1	—3,1	—2,3	—1,3	—1,4	—0,8
Finlandia	4,3	4,8	3,7	2,5	5,7	5,2	3,6	0,6	—0,6	0,7	— 0,9	—2,0	—0,3	—0,2	—0,3
Grecia	1,2	—0,4	1,2	—0,1	0,6	0,3	0,3	1,3	1,4	—5,9	—1,2	—2,0	—2,1	—4,0	0,5
Irlanda	0,3	—0,4	—3,3	—6,8	—1,5	—2,4	—5,3	—6,0	—6,3	— 6,1	—3,4	1,2	3,4	4,6	4,6
Noruega	4,8	6,3	5,2	4,8	3,5	3,0	2,5	4,3	5,7	5,1	5,5	3,4	3,4	0,4	—8,8
Países Bajos	1,5	1,6	0,6	0,7	0,0	1,3	1,2	0,3	0,6	0,5	0,9	1,9	1,9	2,8	0,9
Suecia	3,2	1,9	—0,9	—0,4	1,9	1,4	0,1	—3,1	—3,4	—2,4	—2,1	—0,4	1,5	1,5	2,5
Total de pequeños países	2,0	1,3	1,2	0,5	0,1	1,0	0,5	—0,2	—0,1	—0,4	—0,2	—0,1	0,7	0,8	0,7
Total de los países anteriores	0,5	0,3	0,8	—0,7	0,0	0,4	—0,1	0,2	0,4	0,9	1,1	1,0	1,3	1,4	1,5
Total OCDE, menos Estados Unidos	0,1	0,0	0,1	—1,4	—1,1	—0,6	—1,5	—1,3	—0,5	—0,3	0,3	0,6	1,1	1,3	1,5

(a) Previsiones.
Fuente: OCDE

financiación pública baratas (ahorro postal y fondos de inversión «cautivos», por ejemplo) disminuyera como consecuencia de la desregulación (liberalización) de los mercados de capitales y de la intensificación de la competencia entre instituciones financieras por la captación de fondos. A mayor abundamiento, la proporción creciente del servicio de la deuda en el gasto público total (véase cuadro n.° 5) tiende a reducir la flexibilidad de la política presupuestaria. En particular, resulta cada vez más difícil reducir el nivel de la presión fiscal y, en consecuencia, atenuar las distorsiones que la fiscalidad provoca sobre el consumo, la inversión y el ahorro. De hecho, ésta es una de las razones por las que muchos países han deseado contener, en estos últimos años, el crecimiento de la deuda pública a medio plazo.

Por lo que respecta a los tipos de interés, está especialmente justificado, en los momentos actuales, preocuparse por los efectos que provoca el crecimiento de la deuda pública en razón al elevado nivel alcanzado en estos últimos tiempos por el coste real del dinero en la mayoría de países de la OCDE. El riesgo de expulsión resultante de la combinación de importantes déficit presupuestarios con una política monetaria restrictiva es bien conocido (14): los tipos de interés aumentan y la inversión se contrae —o bien, en

el caso de una economía abierta al exterior, el tipo de cambio se eleva debido a las entradas de capitales y la balanza comercial se deteriora. Sin embargo, y por el contrario, no existe un consenso equivalente en lo que respecta a la medida en la que, a escala mundial, los déficit presupuestarios son los responsables del elevado nivel de los tipos de interés actuales, especialmente teniendo en cuenta la creciente integración de los mercados de capitales y la divergente evolución en estos últimos años de los déficit en Estados Unidos y en el resto de la zona de la OCDE (15). También la atención se ha trasladado a los vínculos que pueden existir entre el *volúmen de deuda pública en circulación* (recurso a la deuda pública) y los tipos de interés. Desde esta perspectiva, la elevación de los tipos de interés podría producirse según el sesgo que se derive de los dos mecanismos siguientes:

1) En primer lugar se encuentra lo que se denomina el «efecto de cartera» —una elevación de los tipos de interés puede resultar necesaria para incitar al sector privado a mantener en cartera un mayor número de títulos públicos. La mayoría de los datos empíricos disponibles parecen mostrar que tal efecto no sería demasiado importante (16). Tales datos se apoyan sobre todo en la idea de que, en muchos países, el valor de las acciones y de los bienes inmuebles ha aumentado significativamente en estos últimos años, de

CUADRO N.° 5

INTERESES BRUTOS PAGADOS SOBRE LA DEUDA PUBLICA EN PORCENTAJE SOBRE EL GASTO PUBLICO TOTAL

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985 (a)	1986 (a)
Estados Unidos (b)	3,3	3,6	3,4	3,3	3,8	3,8	3,8	3,7	3,9	5,0	5,1	5,5	6,6	7,0	7,1
Japón	3,6	4,1	4,0	4,5	5,7	6,8	7,5	8,5	9,8	10,8	11,6	12,7	13,8	14,4	14,8
Alemania	2,5	2,7	2,8	2,8	3,3	3,6	3,6	3,7	4,0	4,7	5,7	6,3	6,3	6,5	6,5
Francia	2,3	2,2	2,4	2,9	2,8	3,1	3,2	3,4	3,4	4,3	4,2	5,0	5,2	5,6	5,9
Gran Bretaña	9,4	9,5	10,0	8,9	9,7	10,5	10,4	11,0	11,0	11,3	11,3	10,4	10,7	11,2	11,3
Italia	5,5	6,2	7,3	9,3	10,6	11,6	12,7	12,8	13,6	14,0	15,4	15,8	16,7	16,0	16,1
Canadá	10,8	11,0	10,1	9,9	11,0	11,1	12,4	13,4	13,9	15,5	15,9	15,6	16,7	17,9	18,7
Total de los siete grandes países	4,1	4,4	4,3	4,5	5,1	5,4	5,7	6,0	6,4	7,3	7,7	8,1	9,0	9,3	9,5
Total de los siete grandes, menos Estados Unidos	4,8	5,1	5,2	5,5	6,3	7,0	7,4	8,0	8,6	9,4	10,0	10,5	11,1	11,5	11,7
Australia	9,3	8,2	7,7	6,6	7,0	7,9	8,5	6,6	6,6	6,5	6,7	6,9	7,9	9,3	10,0
Austria	2,5	2,4	2,5	2,9	3,6	4,0	4,5	4,8	5,2	5,6	6,2	6,0	6,7	6,9	7,5
Bélgica	8,3	8,3	8,7	7,9	8,1	8,7	9,3	10,2	11,8	13,7	16,0	16,5	17,9	19,5	20,9
Dinamarca	3,1	3,0	2,7	2,5	2,8	3,8	4,4	6,6	7,0	8,8	9,8	13,1	15,9	16,6	15,7
España	2,5	2,8	2,2	1,9	1,8	1,9	1,9	2,1	2,5	2,3	2,6	3,8	5,8	8,8	9,0
Finlandia	2,7	2,5	2,1	1,8	1,8	2,1	2,2	2,7	2,9	3,0	3,3	3,9	4,2	4,5	4,3
Grecia	3,5	3,8	4,4	4,5	4,9	1,0	1,1	6,5	7,3	7,8	6,5	8,0	9,8	11,1	13,1
Irlanda	8,8	9,0	8,7	9,1	10,8	11,7	12,1	12,6	12,6	14,1	16,2	16,8	17,7	19,4	18,5
Noruega	4,4	4,6	4,7	4,6	5,2	5,8	6,4	7,5	8,6	8,1	7,9	8,0	8,3	12,0	13,9
Paises Bajos	7,6	7,6	7,9	7,2	7,0	6,9	7,3	6,1	6,7	7,7	8,7	9,5	10,3	11,1	11,5
Suecia	4,1	4,1	4,2	4,4	4,0	4,3	4,5	5,2	6,9	8,5	10,7	11,2	12,3	13,1	12,7
Total de pequeños países	5,4	5,2	5,1	4,7	4,9	5,1	5,5	5,6	6,3	6,9	7,6	8,4	9,6	11,1	11,6
Total de paises anteriores	4,3	4,5	4,4	4,5	5,1	5,4	5,7	5,9	6,3	7,2	7,7	8,1	9,0	9,6	9,8
Total OCDE, menos Estados Unidos	5,0	5,2	5,2	5,4	6,0	6,6	7,0	7,5	8,1	8,9	9,5	10,0	10,8	11,4	11,7

(a) Previsiones.
(b) Intereses netos abonados por la deuda pública.
Fuente: OCDE.

suerte que la proporción de títulos públicos en las carteras de los agentes económicos no ha aumentado en la magnitud que las cifras de la deuda pública pudieran hacer creer.

2) El segundo mecanismo, sin duda el que con más probabilidades puede hacer que el crecimiento de la deuda pública influya sobre los tipos de interés, está relacionado con las expectativas de la futura inflación. Si la deuda pública es elevada, los ahorradores temerán, en efecto, que las autoridades se vean tentadas a reducir por medio de la inflación la carga que la misma representa aumentando la cantidad de dinero. Como se ha afirmado anteriormente, este factor explica en gran parte las reducciones del *ratio* deuda pública/PNB registradas en el pasado, aunque la inflación no haya sido finalmente sino el resultado (involuntario) de medidas que no estaban específicamente destinadas a aliviar la carga de la deuda pública. El temor a una aceleración de la inflación se traducirá en una elevación de la prima de riesgo incorporada a los tipos de interés (17). Consiguientemente, los tipos de interés reales y nominales tenderán a elevarse al aumentar la deuda pública, lo que podría afectar a la inversión privada (18).

Sin embargo, cuando se analizan los efectos del crecimiento del volumen de la deuda pública sobre los tipos de interés y, en última instancia, sobre la formación de capital, resulta importante establecer una distinción entre los aumentos coyunturales y aquellos más duraderos en el *ratio* deuda pública/PNB. En la medida en que la acumulación de la deuda se considere como algo coyuntural (y por ello susceptible de invertirse en el transcurso del ciclo) el riesgo de *expulsión* de los inversores privados puede resultar menos preocupante. Por el contrario, un aumento permanente de la deuda pública, asociado a un crecimiento del déficit presupuestario estructural (ocasionado por el aumento del coste del servicio de la deuda pública) elevará los tipos de interés si el gobierno aplica simultáneamente una política monetaria restrictiva. Desde este punto de vista, las proyecciones antes realizadas, que registran un aumento del *ratio* deuda pública/PNB en una situación en la que la actividad económica se sitúa, en promedio, en su nivel tendencial, reflejan claramente un crecimiento duradero de la deuda pública.

2. Endeudamiento óptimo y neutralidad de la deuda

Cuanto mayor sea el nivel de la deuda pública, tanto mayores serán los riesgos de *expulsión* de la inversión privada y más importantes las distorsiones generadas por los impuestos recaudados para financiar el servicio de la deuda pública. Por sí mismo este argumento parece que sostiene que el nivel óptimo de la deuda pública debería ser teóricamente igual a cero. Sin embargo, tal conclusión no es válida en la práctica, y ello por dos razones esenciales. En primer lugar, tal como se desprende del análisis en términos patrimoniales expuesto anteriormente, la puesta en marcha de proyectos de inversión pública cuyo rendimiento social sea superior al coste de la deuda pública contraída para financiarlos puede justificar la existencia de un cierto volumen de endeudamiento del sector público. En segundo lugar, el nivel de la deuda pública es, en todo caso, endógeno y depende en gran medida de las circunstancias económicas vigentes y de los costes transitorios en los que se incurre para alcanzarlo, todo lo cual influye directamente sobre la situación presupuestaria. Esta situación puede hacer igualmente necesario un cierto nivel de deuda pública.

Algunos autores han llegado incluso a afirmar que la deuda pública no tiene (o tiene muy poco) efecto sobre la economía. Esta opinión ha sido sostenida sobre todo por Barro (véase su artículo de 1974 citado en la bibliografía) a partir de lo que se denomina el «teorema ricardiano de la equivalencia». La base de su razonamiento se halla en la creencia de que los individuos racionales, preocupados por la suerte de sus herederos, no consideran los títulos de la deuda pública como un elemento de su patrimonio y actuarán, por tanto, de modo que las decisiones (públicas o privadas) en materia de ahorro, de inversión y de oferta de mano de obra se mantengan invariables. Conscientes de las obligaciones fiscales futuras (incluida una deducción eventual por la inflación) ligadas a todo nuevo aumento de la deuda pública, los individuos tenderán a aumentar su ahorro privado en consecuencia, de forma que este crecimiento del ahorro privado compense exactamente las necesidades de financiación del sector público. De esta forma, los tipos de interés (y la inversión) no se verían afectados por los aumentos de la deuda pública.

Esta interpretación de Barro, según la cual los individuos podrían neutralizar la actuación del sector público destinada a redistribuir el consumo en el tiempo, se basa en unas hipótesis muy restrictivas, tanto en lo que respecta al comportamiento de los agentes económicos como a la organización de la economía: supone, en especial, que los individuos no están

sometidos a restricciones en el plano de la obtención de sus rentas. Esto explica que la proposición de Barro no haya podido verificarse empíricamente en su forma extrema. De hecho, los resultados empíricos del teorema ricardiano de Barro son más bien limitados y sugieren que, aunque los efectos de la deuda pública pueden compensarse al tomar en consideración las obligaciones fiscales futuras, esta compensación no es nunca total (19). Por el contrario, y según algunos trabajos recientes, parecería que las herencias contribuyen de modo muy significativo a la acumulación de la riqueza (20).

En resumen, aunque sea difícil definir lo que pudiera ser el nivel «óptimo» del *ratio* deuda pública/PNB sobre la base de consideraciones estrictamente económicas, sería no obstante deseable que este *ratio* disminuya cuando la coyuntura es favorable, a fin de que las autoridades dispongan de un margen de maniobra más amplio para hacer frente a las eventuales crisis del futuro. Naturalmente, es en función de las condiciones económicas propias de cada país como habrá que determinar el ritmo al que deba operarse tal reducción. Cuando no se prevé un crecimiento de la deuda en relación al PNB durante varios años, resulta posible plantearse, a corto plazo, la implantación de una política presupuestaria más flexible. No obstante, en tal caso, conviene no olvidar que, dada la magnitud de la deuda ya acumulada en la mayoría de los países, las posibilidades de relanzamiento presupuestario serán mucho menores que las existentes en los años setenta. A mayor abundamiento, las posibles ventajas a corto plazo a nivel de la demanda interna deberían sopesarse con las consecuencias a medio plazo para la deuda pública, sobre todo teniendo en cuenta el rápido crecimiento del coste de las pensiones de la seguridad social previsto para el futuro. Sería necesario, por tanto, estar en disposición de invertir la actuación expansionista emprendida por la política presupuestaria, lo que puede resultar muy difícil en muchas ocasiones, tal como lo prueba la experiencia pasada.

NOTAS

(*) El presente texto constituye una versión resumida y actualizada de un artículo de los mismos autores titulado «La dette publique dans une perspective à moyen terme», publicado en la *Revue Economique de l'OCDE* (n.° 7, otoño de 1986). Los autores manifiestan su agradecimiento a Jacques Simon por su magnífica colaboración en la actualización de los datos estadísticos. Las opiniones expresadas son las de los propios autores y no reflejan necesariamente las de la OCDE o de sus países miembros.

(1) Véase Chouraqui y Price (1984), así como las referencias que allí se citan; Price y Muller (1984), y el estudio del Ministerio de Finanzas de Alemania Federal (1985).

(2) Véase Buiter (1985), así como Odling-Smee y Riley (1985).

(3) Es posible que el valor de una empresa pública aumente si se vende al sector privado, en especial si la mejora de su gestión no se ve compensada por la pérdida de la posición monopolística que, en su caso, pudiera disfrutar con anterioridad. Si el precio de venta de las acciones de la empresa tiene en cuenta, en todo o en parte, ese valor suplementario, la posición global del sector público mejoraría, aunque menos de lo que lo haría la variación de la deuda pública neta.

(4) Véase Buiter (1985). El análisis, en este contexto, de los gastos de educación (y, en menor medida, de sanidad) resulta arbitrario. Estos gastos pueden ser considerados como inversiones o como bienes de consumo. Su consideración como inversiones toma en cuenta sus efectos sobre el crecimiento futuro de la renta nacional y, por tanto, de los ingresos fiscales suplementarios que se obtendrían con la mejora del capital humano que la educación facilita.

(5) A este respecto, conviene tener en cuenta la calidad de las inversiones públicas. Algunos consideran que durante el período de rápida expansión del sector público el coste de la deuda destinada a financiar las inversiones públicas ha resultado superior a la tasa de rendimiento de tales inversiones. El valor real del capital público así constituido sería, por tanto, inferior a lo que pudiera pensarse en función de los flujos de inversión realizados. Igualmente, las reducciones de la inversión pública derivadas de la aplicación rigurosa de este criterio de «rentabilidad» implicarían una mejora del patrimonio neto del Estado, y ello a pesar de una disminución en la cuantía total del capital público fijo.

(6) Las proyecciones relativas a la existencia de capital son evidentemente aproximadas, en razón de las incertidumbres que rodean a la vida media del capital público y, por tanto, a sus tasas de amortización. Unos cambios relativamente menores en la composición de las inversiones públicas modificarían de modo sustancial estas proyecciones a largo plazo.

(7) Estos cálculos se explican detalladamente en el Anexo II de Chouraqui y otros (1986). Véase también Bispham (1986).

(8) En el caso de los ingresos, se ha supuesto que la fiscalidad se modificaría de forma que compensara el aumento automático debido a la inflación. Esta hipótesis se justifica por el hecho de las preocupaciones relativas al elevado nivel de la presión fiscal expresadas con frecuencia por los intérpretes actuales de la política fiscal. Es evidente que, conservando el excedente de ingresos conseguido con la elevación automática de la fiscalidad, las administraciones públicas dispondrían de un medio para reducir el déficit presupuestario y para aliviar el peso de la deuda pública.

(9) El envejecimiento de la población debería provocar también un aumento de los gastos en sanidad. Por el contrario, los gastos de educación deberían disminuir. En el marco del presente estudio, se ha supuesto que estas dos evoluciones se compensarían.

(10) En ciertos países (especialmente en Estados Unidos y Canadá) la política oficial es

la de proceder a la indiciación de las pensiones con arreglo a los precios y no a los salarios. Desde este punto de vista, la hipótesis que aquí se utiliza podría interpretarse en el sentido de una revalorización temporal de las pensiones. Lo que deja sobreentender esta hipótesis es que una «política invariable» mantendría el nivel de ingresos de las pensiones cuando, debido a las limitaciones presupuestarias, los gobiernos pudieran decidir mantenerlas solamente en valores absolutos.

(11) El sistema japonés debería habilitar en el futuro un aumento significativo de las prestaciones por jubilado, cosa que se tiene en cuenta en las proyecciones aquí mencionadas. Por lo que respecta a Gran Bretaña, las proyecciones se basan en la hipótesis de que el régimen actual de pensiones ligadas a los ingresos continuará en vigor, adoptándose el supuesto de que la pensión básica se revalorizará en función de la evolución de los precios. Véase a este respecto el «Libro verde» de 1985 titulado *Reform of Social Security*.

(12) Véase a este respecto Atkinson y Chouraqui (1985).

(13) El hecho de que la relación de la deuda con el PNB continúe pese a todo aumentando, se debe a la persistencia del déficit presupuestario neto de intereses —en razón sobre todo a la carga de las pensiones— y no a los efectos acumulados de unos elevados tipos de interés.

(14) Véase en especial Chouraqui y Price (1984).

(15) Esta cuestión se examina en Atkinson y Chouraqui (1985). Véase también U.S. Treasury Department (1984).

(16) Véase Buiter (1985), así como Blanchard y Summers (1984).

(17) Es lógico que la inflación anticipada se refleje normalmente en las primas de riesgo que incorporan los tipos de interés. En consecuencia, sólo una inflación más fuerte de la prevista puede reducir la relación deuda pública/PNB, salvo en el caso de una elevación automática de la fiscalidad. Desde el momento en que este factor de anticipación desempeñe un papel importante, una política antiinflacionista no puede ya ser una «solución» al problema de la deuda.

(18) Aunque, en sentido estricto, los tipos de interés reales anticipados no deberían variar en estas condiciones, los inversores reaccionarán sin duda negativamente ante las incertidumbres acumuladas en relación con el coste real del crédito, así como ante los efectos a corto plazo sobre las disponibilidades de tesorería.

(19) Este tipo de apreciación se desprende en especial de los trabajos de Blinder y Deaton (1985).

(20) Véase sobre todo Kotlikoff y Summers (1981).

BIBLIOGRAFIA

Atkinson, P., y Chouraqui, Jean-Claude (1985), «Les causes du niveau élevé des taux d'intérêt réels», *Revue économique de l'OCDE* n.° 5 (otoño).

Barro, R. J. (1974), «Are government bonds net wealth?», *Journal of Political Economy* (noviembre/diciembre). Versión castellana en *Deuda Pública*, Ed. IEF, compilado por J. López Otero, Madrid, 1982, págs. 669 y siguientes.

Bispham, J. A. (1986), «Rising public sector indebtness: some more unpleasant arithmetic», en *Private Saving and Public Debt*, Blackwell (Oxford).

Blanchard, O. J., y Summers, L. H. (1984), «Perspectives on high world real interest rates», *Brookings Papers on Economic Activity 2*. Versión castellana en Papeles de Economía Española, n.° 27, págs. 37 y ss.

Blinder, A. S., y Deaton, A. (1985), «The time series consumption function revisited», *Brookings Papers on Economic Activity 2*.

Boskin, M. J., y Kotlikoff, L. J. (1985), «Public debt and U. S. saving: a new test of the neutrality hipothesis», *National Bureau of Economic Research, n.° 1.646* (junio).

Buiter, W. H. (1985), «A guide to public sector debt and deficits», *Economic Policy* (noviembre).

Buiter, W. H., y Tobin, J. (1979), «Debt neutrality: a brief review of doctrine and evidence», en von Furstenberg, G.M. (dir. pub.), *Social Security vs Private Saving*, Ballinger.

Chouraqui, J. C. y Price, R. W. R. (1984), «Stratégie financière à moyen terme la coordination des politiques monétaires et budgétaires», *Revue économique de l'OCDE*, n.° 2 (primavera).

Chouraqui, J. C.; Jones, B., y Montador, R. B. (1986), «Public debt in a medium-term context and its implications for fiscal policy», *Document de travail du Département des affaires économiques et statistiques* n.° 30. Versión castellana en «Selección de Lecturas sobre la Deuda Pública», Ed. Fundación FIES para el Curso de la UIMP (1987), págs. 11 y ss.

Kotlikoff, L. J., y Summers, L. H. (1981), «The role of intergenerational transfers in aggregate capital accumulation», *Journal of Political Economy* (agosto).

Ministerio de Finanzas de la R. F. A. (1985), *Tasks and Objectives of a New Fiscal Policy: the Limits to Public Indebtedness* (diciembre).

Odling-Smee, J., y Riley, C. (1985), «Approaches to the PSBR», *National Institute Economic Review* (agosto).

Price, R. W. R., y Muller, P. (1984), «Indicateurs budgétaires structurels et interprétation de l'orientation de la politique budgétaire des pays de l'OCDE», *Revue économique de l'OCDE* n.° 3 (otoño).

U.S. Treasury Department (1984), *The Effects of Deficits on the Prices of Financial Assets*, Office of the Assistant Secretary of Economic Policy (enero).

LA DEUDA Y EL DEFICIT PUBLICOS DE ESTADOS UNIDOS EN LOS PROBLEMAS ACTUALES DE LA ECONOMIA MUNDIAL

Enrique FUENTES QUINTANA (*)

UN convencimiento creciente ha ido ganando a la opinión técnica y pública durante los últimos años hasta dominar en los mercados de cambios y valores: que el endeudamiento y el déficit públicos de Estados Unidos constituyen un factor clave del presente y del futuro de la economía mundial. La deuda pública de Estados Unidos y la causa que la genera —el déficit público— constituyen una deuda y déficit *diferentes* en la era de endeudamiento mundial que hoy vivimos. El endeudamiento y el déficit norteamericanos son distintos de los existentes en los restantes países por tres motivos: por su persistencia y magnitud, por su origen y por sus efectos. El propósito de este trabajo reside en exponer estas diferencias que cualifican al endeudamiento estadounidense como un problema prioritario cuya solución condiciona el futuro de la economía occidental.

Esa exposición de los principales aspectos del endeudamiento y el déficit público estadounidenses se dividirá en tres partes, en las que se analizarán sucesivamente: I) sus causas: el porqué y cómo se ha originado el crecimiento del déficit y de la deuda pública; II) los principales efectos que, según las diversas valoraciones realizadas, han producido ambos fenómenos financieros, y III) las alternativas abiertas a la reducción del déficit y el endeudamiento, y la estimación de sus principales dificultades.

I. LAS CAUSAS DEL ENDEUDAMIENTO Y EL DEFICIT

Los puntos claves de la historia de un endeudamiento

El principio del análisis del déficit y endeudamiento estadounidenses debe ser el de constatar que ese resultado no era el previsto —sino el opuesto— por la política fiscal. En efecto, según ha recordado Cay Folkers (1986), hoy se tiende a olvidar que el presidente Reagan inició su mandato, en 1981, señalando como su meta última la eliminación del déficit, anunciando el compromiso —a través de la Oficina del Presupuesto (1981)— de presentar un presupuesto equilibrado en 1985. Los hechos, sin embargo, venían a desmentir rotundamente esa previsión, pues en 1985 el déficit alcanzaba un récord histórico de 212.300 millones de dólares (un 4,8 por 100 del PIB), 2,8 veces superior al registrado en 1981 (*vid.* cuadro n.º 1).

¿Qué había sucedido en ese paréntesis temporal para producir un resultado adverso tan dramático? Quizás la respuesta más breve a esta pregunta sea la que puede darse al repasar las cifras que ofrece el cuadro n.º 1. Si a ellas se atiende, se comprueba que el déficit-endeudamiento de Estados Unidos ha tenido tres componentes fundamentales: 1) la caída en los ingresos públicos, básicamente en el impuesto personal sobre la renta; 2) los aumentos en el gasto público (distintos a los pagos por intereses), y 3) la importante elevación de los costes por interés, trasunto de la permanencia del proceso del déficit-endeudamiento a lo largo de los años del mandato del presidente Reagan. Analicemos más detenidamente estas tres fuerzas impulsoras de la deuda y el déficit públicos de Estados Unidos.

El rasgo más peculiar del endeudamiento estadounidense reside, sin duda, en la caída *deseada* de la imposición, un elemento básico de la *reaganomics*. La clave del mensaje de política económica que Reagan transmitió al hacerse cargo de la Presidencia se concretó en lo que se denominó entonces «la revolución de la economía de oferta». Su ambiciosa pretensión era terminar con una sociedad dominada por la inflación y el estancamiento, lo que debería lograrse por una política fiscal (con menos impuestos y menos gastos públicos), una política monetaria rigurosa (que interpretaría la Reserva Federal bajo la presidencia de Volcker) y por el proceso de «desregulación» que liberara las fuerzas creadoras desde el lado de la oferta empresarial. El resultado de esa acción de múltiples fuerzas se creía que sería una sociedad más equilibrada (sin inflación ni déficit público), más libre (por más desregulada y menos intervenida) y más dinámica. Una parte vital de esa nueva política la constituía el enfoque dado a la imposición, en el que desempeñaron un papel decisivo las ideas de Arthur Laffer y Jude Waninsky (*vid.* recuadro «La reforma fiscal, base de la Economía de Oferta»).

La política fiscal definida por Reagan partía del principio de que

CUADRO N.° 1

GASTO PUBLICO, INGRESOS Y DEFICIT

(en porcentaje del PNB)

Años fiscales	*1964*	*1970*	*1980*	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
Gasto total	18,8	20,0	22,0	22,8	24,0	25,0	23,7	24,4	24,6
Pagos por intereses	1,2	1,4	1,9	2,0	2,6	2,7	3,0	3,3	3,2
Gastos públicos (distintos de pagos por intereses)	17,6	18,6	20,1	20,6	21,4	22,3	20,7	21,1	21,3
Defensa	8,2	7,9	5,1	5,4	6,0	6,3	6,2	6,5	6,5
Gastos civiles reales	2,5	2,2	2,4	2,4	2,4	2,3	1,9	2,2	2,2
Transferencias	4,4	5,6	8,8	9,2	9,7	10,2	9,3	9,1	9,4
Otros	2,5	2,9	3,8	3,6	3,3	3,5	3,3	3,3	3,3
Ingresos	18,6	20,0	20,2	20,8	20,5	19,4	19,2	19,6	19,8
Impuestos personales	8,1	9,5	9,4	9,6	9,9	8,8	8,2	8,7	8,6
Impuestos sobre beneficios	4,1	3,3	2,6	2,3	1,6	1,6	2,0	1,7	2,1
Seguridad social	4,0	5,3	6,8	7,1	7,3	7,4	7,5	7,7	7,8
Otros	2,4	1,9	1,4	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5	1,3
Déficit	-0,2	0,0	-1,8	-2,0	-3,5	-5,6	-4,5	-4,8	-4,8
Déficit ajustado a la inflación	0,4	1,2	0,2	0,3	-1,8	-4,3	-2,7	-3,7	-3,8
Déficit primario	1,0	1,4	0,1	-0,2	-0,9	-2,9	-1,3	1,5	-1,6

Fuente: Los datos de este cuadro son los ofrecidos por Blanchard (1987), basados en las *Historical Tables*, Office of Management and Budget, Washington.

los tipos de gravamen de los impuestos directos —y especialmente del impuesto sobre la renta personal— se situaban, por su elevado nivel, en la zona *prohibitiva* de la llamada «curva de Laffer», afectando negativamente a los incentivos al trabajo, ahorro e inversión. Con ello, esos tipos de gravamen elevados no conseguían recaudar más, sino menos, al desalentar a la iniciativa individual con efectos negativos sobre la producción y la renta. De esa premisa mayor fue consecuencia la *Economic Recovery and Tax Act* de agosto de 1981, conocida por sus proponentes en el Congreso como Ley Kemp-Roth. Sus elementos integrantes eran cuatro: 1) La reducción de los tipos de gravamen del impuesto personal sobre la renta, que se concedió en tres ejercicios sucesivos (1981-83) con importes de -5, -10 y -5 por 100. Una concesión gradual que irritó a los inspiradores de la reforma, los cuales deseaban que esa disminución de los tipos se registrase súbitamente en un solo ejercicio. 2) Un estímulo fiscal al ahorro, en virtud del cual se permitía deducir 2.000 dólares a cada trabajador de su impuesto sobre la renta, para contribuir a la cuenta de su retiro personal (*individual retirement account:* IRA). 3) La tarifa del impuesto sobre la renta sería *indiciada* a partir de 1985 para evitar la llamada «progresividad en frío», es decir, los aumentos automáticos en la recaudación derivados del proceso inflacionista. 4) La imposición sobre el beneficio de sociedades se dulcificaba al acelerarse la amortización fiscal de activos y al elevarse el crédito fiscal a la inversión.

Ese componente de *corte de la fiscalidad* que tenía «la revolución de la economía de oferta» se concebía en la esperanza de estimular la actividad económica, con el fin de elevar la tasa de desarrollo de la renta y el nivel de empleo. Las promesas de los teóricos que habían impulsado la reforma fiscal eran aún más optimistas, pues pensaban que la recaudación no sólo no disminuiría por la aplicación de esas medidas, sino que se elevaría por los incentivos asociados a los menores tipos de gravamen y otros estímulos, que ensancharían la base de la imposición al aumentar la producción y la renta.

Con ser vital el corte de la imposición para la política fiscal de Reagan, no lo era todo. Esa política fiscal deseaba actuar también del lado de los gastos públicos, alterando la que había sido su tendencia histórica invariable: un incensante e intenso crecimiento. Los fiscalistas inspiradores de la

LA REFORMA FISCAL, BASE DE LA ECONOMIA DE OFERTA



A. LAFFER

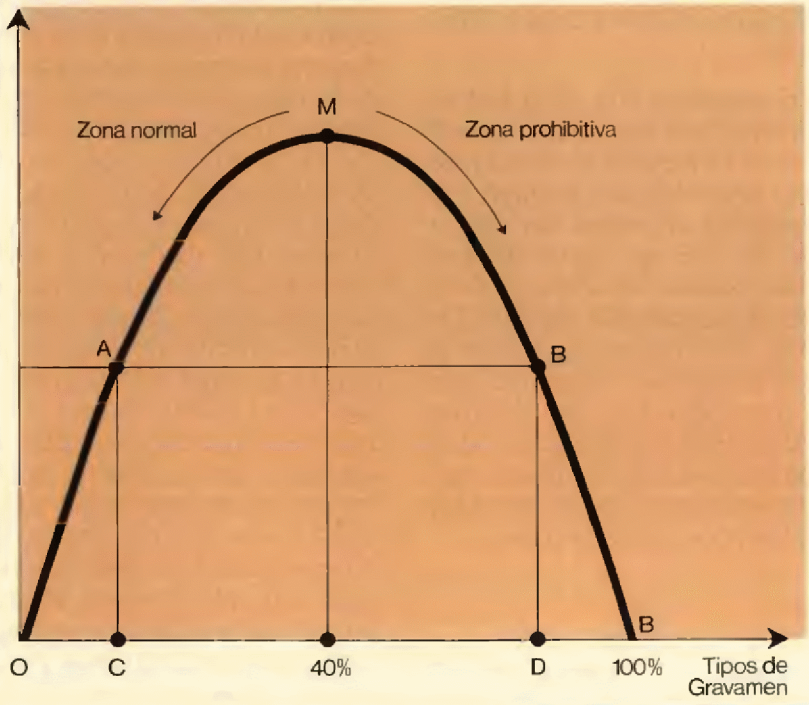
Nadie pudo sospechar que una idea tan simple se vendiera tan bien. Esa idea es la que Arthur Laffer expresó en una servilleta de papel durante la sobremesa en un restaurante de Washington en 1974. Lo que Laffer dibujó en aquella servilleta es «su curva» que relaciona tipos impositivos con recaudación fiscal. Imaginemos un impuesto —el que recae sobre la renta personal— y un tipo de gravamen que se aplica sobre esa renta. La recaudación es cero cuando el tipo de gravamen es cero (no hay impuestos, no hay hacienda pública: estaríamos en el reino de la anarquía), y también cuando el tipo es el 100 por 100 (nadie trabajaría para pagar todo al Estado: estaríamos en el mundo de la economía totalmente sumergida, el paraíso de los italianos). Entre esos dos puntos discurre la vida real a lo largo de una parábola que nos da siempre dos puntos con dos tipos de gravamen diferentes, pero con idéntica recaudación: A y B (en A, con un tipo impositivo OC, se recauda CA = BD, cantidad esta última recaudada con un tipo impositivo OD>OC). La zona MB sería la de los tipos *prohibitivos* y la OM la zona *normal*.

La fiscalidad de nuestro tiempo nos ha colocado, según Laffer, en la rama descendente de la curva (de M a B). A partir de aquí empiezan los consejos: reducir los tipos de gravamen para obtener la misma recaudación pero más renta privada. Ese es el consejo sobre el que ha construido su fortuna *AB Laffer Associates*, una consultora que tuvo su primer cliente en Carlos Romero Barceló, Gobernador de Puerto Rico, que redujo los impuestos tras la consulta de Laffer. Los clientes fueron más importantes después: en 1971 asesoraría a Nixon, en 1980 a Reagan, inspirando la propuesta Kemp-Roth de rebaja de los impuestos. Las ideas de Laffer se compartieron y defendieron por otros muchos economistas y políticos dando su argumento principal, servido con una retórica brillante, a dos obras convertidas en *best-sellers*: *The way the world works*, de Jude Waninski, y *Wealth and Poverty*, de George Gilder.

Los análisis de Hacienda Pública han ido más allá de esta retórica, tratando de desentrañar lo que hay detrás de la «curva de Laffer». Y lo que han encontrado —como indica Don Fullerton (1982)— son dos cosas distintas. La primera, que esa curva con la que Laffer ha hecho su fortuna revela una relación entre tipos de gravamen y recaudación que ya era vieja, pues se encuentra en Adam Smith, quien, al examinar la relación entre tipos de gravamen de un impuesto sobre consumos específicos, se preguntaba si puede dar lugar a menores ingresos a partir de un determinado nivel, contestando afirmativamente, ya que si el tipo de gravamen se eleva «puede fomentar el contrabando o la evasión, lo que daría lugar a menores ingresos públicos que los que se podrían recaudar con tipos más moderados» (*Riqueza de las naciones*, libro V, Capítulo II). Jules Dupuit, en 1844, volvería sobre la relación propuesta por Smith, formulando con precisión la «curva de Laffer» y distinguiendo la zona *normal* y la *prohibitiva* que indica la figura. De modo que la «curva de Laffer» debería denominarse con propiedad «curva de Smith-Dupuit». El segundo hallazgo de los hacendistas es que la formulación precisa de la «curva de Smith-Dupuit» exige conocer la elasticidad de la oferta de factores, es decir, la variación porcentual relativa del trabajo o la inversión ante las alteraciones porcentuales del tipo de gravamen. Cada factor productivo —trabajo y capital— puede reaccionar al tipo de gravamen de forma diversa. Sólo los análisis empíricos pueden indicar —para cada país y circunstancia— la reacción de los factores productivos ante las variaciones de los tipos de gravamen. Los hallazgos empíricos parecen indicar que, para Estados Unidos, las estimaciones de la elasticidad de la oferta de trabajo y su reacción ante las variaciones del tipo marginal de gravamen tienen valores reducidos, que no justifican la localización de los tipos impositivos en la llamada zona *prohibitiva* de la «curva Smith-Dupuit». Con respecto a la inversión, diferentes modelos econométricos indican que el impacto de los impuestos es muy modesto (Chirinko y Eisner, 1983).

Todo ello no invalida la proposición de que los tipos de gravamen de los distintos impuestos y la recaudación fiscal deban reducirse. Que se reduzcan o no dependerá de los deseos y preferencias de los ciudadanos. Lo que en ningún caso justifican los análisis disponibles es que una reducción de los tipos de gravamen en el impuesto sobre la renta en Estados Unidos pudiera aumentar la recaudación, tal y como pretendía el análisis elemental de Laffer.

Recaudación impositiva



teoría de la *elección pública* (Buchanan, 1967, Buchanan y Tullock, 1979, Niskanen 1971), próximos a la política económica de Reagan, habían expuesto distintos motivos por los cuales el crecimiento del gasto y la propensión al déficit poseían bases firmes en una democracia (1). Para prevenir y contrariar esa tendencia, los teóricos de la elección pública creían que no existía otra alternativa que la *reforma constitucional*, que impusiera a actores políticos, burócratas y grupos de presión fiscal una limitación en el crecimiento del gasto y forzara un equilibrio en el Presupuesto. A ese fin respondió la Resolución Conjunta 58 del Senado de los Estados Unidos, que propuso, en 1981, una Enmienda a la Constitución, mixta de equilibrio presupuestario y limitación de imposición y gasto público. Esa enmienda constitucional se aprobaba con la mayoría exigida, de dos tercios, en el Senado el 4 de agosto de 1982. Sin embargo, la enmienda constitucional no lograba su aprobación en el Congreso, en el que no llegó a los dos tercios exigidos (obtuvo «sólo» el 56 por 100 de los votos). El fracaso de esta enmienda cerraba su camino hacia la Constitución americana por la vía normal de su aprobación en las Cámaras, debiendo optar en el futuro por la alternativa prevista en el artículo V de la Constitución, consistente en conseguir que dos tercios de los Estados convoquen una convención constitucional para considerar su posible aprobación. Una alternativa que hoy sigue su camino en los Estados Unidos. Sin embargo, la conclusión —por ahora— de esta historia es que en 1982 el crecimiento del gasto y el déficit públicos no pudieron contar, para forzar la disciplina presupuestaria, con ese expediente, en el que creían quienes habían inspirado la política fiscal del momento.

Situadas así las cosas, el dictamen de los teóricos de la elección pública sobre el futuro del equilibrio presupuestario era contundente: limitados los ingresos fiscales por el corte de los tributos y sin contar con límite alguno la dinámica expansiva del gasto, el futuro no podía ser otro que una cadena de déficit públicos. Y, en efecto, así ocurrió, como indican las cifras del cuadro n.º 1. Los gastos públicos reales (distintos de los pagos por intereses) pasaban de 20,6 puntos del PIB en 1981 a 21,3, con un protagonismo claro de los gastos de defensa, que registraban aumentos de más de un punto del PIB entre 1981 y 1986, y de los gastos de transferencia, que mantuvieron su alto nivel y aún acrecentaron levemente éste participando en mayor cuantía en el PIB.

El tercer componente del déficit —el aumento de los gastos por pago de intereses de la deuda— registraba una elevación sustancial, no sólo debida a la multiplicación del déficit sino también al crecimiento de los tipos de interés.

El resultado final de la historia contada hasta aquí es que en 1985 —el año del equilibrio presupuestario prometido por Reagan— se registraba un déficit del 4,8 por 100 del PIB: en cuatro años se había pasado del 2 por 100 del PIB al 4,8 por 100 del PIB. Las cifras ajustadas por los valores de la inflación eran aún peores, pues de un superávit de 0,3 por 100 del PIB en 1981 se había caído en un déficit de -3,7, como efecto, fundamentalmente, de la elevación de los tipos *reales* de interés.

¿Una apuesta arriesgada o un error de análisis económico?

El despertar de las cifras del déficit-endeudamiento público de 1985 constituyó el fin de un sueño procurado por la droga de la política fiscal de 1981. La acción estimulante de las reducciones tributarias no llevaba al equilibrio presupuestario prometido, sino al hundimiento en el déficit, y la falta de actuaciones en el frente del gasto facilitaba su crecimiento, afirmando y ensanchando el déficit y la deuda. En 1985 resultaba claro que algo tenía que cambiar en la política fiscal americana.

Este cambio tenía que iniciarse volviendo sobre las ideas de la política fiscal de 1981. ¿Cómo interpretar la creencia manifestada por los promotores de la reducción impositiva de 1981 de que un corte importante de los tipos de gravamen elevaría la recaudacion y prevendría la contingencia del déficit público? Oliver J. Blanchard (1987) interpreta esa creencia como una *apuesta política* consistente en reducir la imposición para utilizar el déficit público como presión política para que las Cámaras se enfrenten con su responsabilidad de cortar el gasto público. No es creíble —afirma Blanchard— que nadie en la Administración pública americana pensara seriamente que el corte impositivo no causara un déficit mayor. La reciente autobiografía de Stockman (1986) ratifica esa opinión. Si esa creencia existía y el equilibrio presupuestario se pretendía, era evidente que no quedaba hacia él otro camino que crear el peligro del déficit público para que, ante su temor, se redujera el gasto público y se consiguiera el equilibrio en el Presupuesto. Tal era el contenido de la *apuesta política* a la que se refiere

Blanchard. Apuesta política arriesgada, porque además tenía que hacerse sin red legal de seguridad alguna (constitucional o no) que limitase o disciplinase el crecimiento del gasto público. Paul Samuelson (1985) ha comparado acertadamente esa *apuesta política* al juego de la ruleta rusa: «En el caso de que los recortes de la imposición llevaran a recortes del gasto público, el juego tendría un resultado favorable. Pero en el caso de que los ingresos fueran diezmados, desafiando a la Ley de Laffer, y el déficit resultante no lograse que el Congreso de un país demócrata realizase los deseados recortes del gasto público propugnados por la política fiscal, se dispararía la bala asesina del déficit público». Ese fue, en efecto, el resultado final del déficit público norteamericano: la pérdida trágica de una *apuesta política*.

Al revisar esa experiencia y adoptar medidas de cara a su remedio futuro, la política fiscal de Reagan abriría una segunda etapa en 1985, integrada por dos grupos de actuaciones: 1) La limitación legal y automática del déficit que establece la *Balance Budget and Emergency Control Act*, conocida por sus proponentes como Ley Gramm-Rudman-Hollings, y 2) La reforma tributaria de octubre de 1986.

Como antes se ha afirmado, la situación presupuestaria estadounidense se había agravado en 1985 en tales proporciones que la mayoría de los sectores de la opinión pública reclamaron medidas para su tratamiento. En el verano de ese año, el senador republicano y profesor de Economía, Philip Gramm, en colaboración con otros dos senadores, el republicano Warren B. Rudman y el demócrata Ernest F. Hollings, desarrollaron una idea que cuajó en una propuesta enviada al Senado el 25 de septiembre de 1985, y aprobada el 10 de octubre, para limitar el incremento anual del déficit y para programar su reducción futura en años sucesivos. Tal es la denominada Ley Gramm-Rudman-Hollings, de la que se esperaba el fin gradual del déficit público americano. Esa alternativa para el tratamiento del déficit público se diferenciaba claramente de la intentada con la enmienda constitucional de 1981. Lo que la Ley Gramm-Rudman-Hollings pretendía era llegar a una situación de equilibrio presupuestario y *consolidarla* de forma que corrigiera una evolución indeseable de los hechos. Para ello, se incorporaba una novedad en la vida presupuestaria estadounidense, consistente en realizar automáticamente el corte del déficit (para ajustarle al programado) si antes no se llegaba a un consenso entre el Congreso y el Presidente para consolidar alternativamente la cifra del déficit. La *Sequester Order*, que obliga al Presidente a reducir automática y proporcionalmente el déficit en virtud de la ley Gramm-Rudman-Hollings, se convertía al mismo tiempo en la garantía para lograr la disciplina gradual del equilibrio del Presupuesto y en el estímulo para conseguir un consenso en la aprobación de la reducción del déficit del Presupuesto, pues el acuerdo Congreso-Presidente podía negociar una reducción de la misma cuantía en el déficit por una alternativa más racional que la de guillotinar proporcionalmente al gasto público (que es la que establece finalmente la Ley Gramm-Rudman-Hollings).

Esa reforma de la política fiscal venía a colocar en el centro de la atención pública la validez de las limitaciones legales (constitucionales o no) como vías para lograr el equilibrio presupuestario. Una alternativa ésta sobre cuyas limitaciones se volverá en la parte III de este trabajo.

Añadamos, para terminar la historia de esta primera modificación de la política fiscal americana después de 1985, su dilatada gestación, debida a la discusión suscitada sobre la constitucionalidad de su contenido. En efecto, los cortes del déficit se realizaban, según la Ley Gramm-Rudman-Hollings, por el *Comptroller General*, que puede ser depuesto por el Congreso, y no actuaría, en consecuencia, con independencia del Legislativo como ordena la Constitución. El carácter inconstitucional de ese proceso, reconocido en 1986, obligó a que las decisiones de recorte del déficit se adoptaran por el Comité Conjunto del Congreso.

La segunda modificación de la política fiscal americana después de 1985 fue la reforma fiscal de 22 de octubre de 1986, de signo bien diferente de la elemental de 1981 (2). El ambicioso propósito de esta reforma fiscal, larga e intensamente discutida, no fue ni el de reducir los impuestos ni el de reducir el déficit, sino el de *eliminar las distorsiones* originadas por la tributación. Ciertamente, los proyectos más ambiciosos de reforma no se llevaron a cabo: ni se alteró la base del gravamen optando por el impuesto sobre el gasto personal en vez de por el de la renta, ni se eliminó la doble tributación sobre los beneficios de las sociedades. Pero la reforma ha supuesto alteraciones fiscales sustanciales que pueden reconducirse, en lo fundamental, a tres grandes cambios:

1. Traslación de una parte importante de la carga fiscal desde las personas físicas a las sociedades. Los cálculos del Tesoro americano prevén un aumento en las recaudaciones acumuladas del

impuesto sobre el beneficio de sociedades, de 1981 a 1991, del orden de 129.000 millones de dólares, mientras prevén también una caída acumulada en las recaudaciones del impuesto sobre la renta del orden de 130.000 millones de dólares entre las mismas fechas.

2. Las modificaciones introducidas en el impuesto sobre el beneficio de sociedades discurren por la vía de la reducción de los tipos nominales de gravamen sobre los beneficios (éstos pasan del 44 al 36 por 100) y la poda del complejo mundo de los incentivos. Con esas dos decisiones opuestas recaudatoriamente, las sociedades verán aumentados los tipos efectivos de gravamen por la eliminación del crédito fiscal a la inversión y el alargamiento fiscal de los procesos de amortización.

3. En el gravamen sobre la renta de las personas físicas se ha seguido el mismo principio, consistente en eliminar el conjunto de deducciones y simplificar y reducir los tipos de gravamen que, cuando la reforma esté concluida, se reducirán a dos: 15 y 28 por 100.

El tema de si esas modificaciones tributarias consiguen o no su propósito de reducir las *distorsiones fiscales* existentes se ha debatido amplia e intensamente desde 1986 en Estados Unidos y en otros países, pero ése es un tema en gran parte distinto del que preocupa en este trabajo: analizar el proceso de endeudamiento y déficit de los Estados Unidos.

La interpretación de la política fiscal de Reagan, que concluye en el gran déficit fiscal de 1985, como una *apuesta política* con la que forzar al Congreso a cortar el gasto público constituye, para sus defensores, un intento inteligente de tratar de vencer la oposición recalcitrante de los políticos a reducir la dimensión del sector público, intento que culmina con la Ley Gramm-Rudman-Hollings. William Branson (1985) ha discrepado abiertamente de esta interpretación. En su opinión, la figura de la *apuesta política* para caracterizar el curso de la política fiscal americana constituye un intento de racionalizar el mayor error cometido en la política fiscal estadounidense desde la segunda guerra mundial. La política de Reagan se basó en la teoría de que una disminución de los tipos de gravamen aumentaría la recaudación, creando superávit presupuestario. Las proyecciones presupuestarias de 1981 mostraban la existencia de un rápido crecimiento de los ingresos. En consecuencia, el crecimiento del déficit público del período 1981-83 resultó ya inesperado, y de él se culpó a la política monetaria restrictiva de la Reserva Federal. A finales de 1983, la Administración Reagan tuvo que reconocer la presencia de un déficit *estructural*. Es entonces cuando aparece la idea de la *apuesta política* para racionalizar el error de 1981. El programa de la política fiscal de Reagan —según Branson— ni estaba basado en un análisis lúcido ni constituye una propuesta política hábil. Su fundamento no era otro que un *análisis económico erróneo*. Ahora bien, cualquiera que sea la causa histórica originaria del endeudamiento-déficit americano (*apuesta política* o *error de análisis económico*), lo que resulta evidente es tanto su crecimiento desde 1981 como su considerable nivel actual. Una realidad que diariamente ha afectado a la vida económica americana y al propio proceso económico occidental. ¿De qué manera? Las respuestas a esta pregunta son las que intentan ofrecerse en la segunda parte de este trabajo.

II. LOS EFECTOS DEL ENDEUDAMIENTO Y EL DEFICIT PUBLICOS

El dilatado y polémico escenario de los efectos de la deuda y el déficit públicos

Pocos problemas de economía aplicada han merecido más atención y análisis que los efectos del déficit y endeudamiento públicos de Estados Unidos. La literatura acumulada por el estudio de sus efectos es hoy realmente extraordinaria, y en muchos aspectos nada pacífica, pues existen discrepancias importantes. La pretensión del análisis siguiente es muy modesta: aspira simplemente a presentar al lector un esquema orientador de los principales argumentos expuestos, ordenándolos a lo largo de tres grandes líneas que polarizan, en mi opinión, los estudios más destacados y las hipótesis más relevantes. Su objetivo final es que el lector disponga de un plano que le permita orientarse —si lo desea— en la realización de ulteriores lecturas de aquellos trabajos que estimo más importantes suscitados por el tema de los efectos del déficit y endeudamiento públicos estadounidenses.

Las tres grandes líneas que permiten agrupar los análisis sobre los efectos del déficit y el endeudamiento norteamericanos son los tres desequilibrios que ha sido acusado de producir:

1. El desequilibrio de la balanza comercial y de pagos de Estados Unidos con el resto del mundo occidental. Ese desequilibrio se considera —con unanimidad hoy— como el problema principal que las economías occidentales deberán resolver en la próxima década. La raíz de ese problema

reside en conseguir que ese desequilibrio del comercio internacional se reduzca/elimine, evitando el doble peligro tanto de una grave recesión como de una inflación aguda.

2. El desequilibrio de los procesos de ahorro e inversión de Estados Unidos, que constituye la otra cara del desequilibrio exterior. No es posible que el desarrollo económico de Estados Unidos se logre continuadamente con un ahorro que no puede atender a su gasto interno de inversión. El desahorro público derivado del déficit-endeudamiento acumulado obliga a un reajuste interno de la economía americana, que debe manifestarse en una reducción del consumo interno y del déficit público.

3. Los efectos directos del déficit público sobre las economías europeas y la puesta en práctica de políticas restrictivas en Europa inducidas por el déficit público americano. Políticas que han tenido como consecuencia un ritmo bajo de la actividad económica, causante del desequilibrio social de un desempleo creciente.

Trataremos de describir, en lo que sigue, el contenido de estos tres desequilibrios y cómo se han relacionado con el desequilibrio del Presupuesto de los Estados Unidos.

Ad.1. El desequilibrio del comercio internacional y el déficit presupuestario

Un déficit continuado de la magnitud del registrado en los Estados Unidos habría de manifestarse en un crecimiento de su gasto interno y en un crecimiento también de sus importaciones, según su propensión a importar. A esa fuerza de la capacidad interna de absorción del mercado americano se añadió el hecho más importante registrado en la economía mundial entre 1980 y comienzos de 1985: el espectacular aumento del valor del dólar (de 1,8 marcos alemanes a mediados de 1980, el dólar pasaba a 3,3 marcos en febrero del 85; en términos generales, el valor real del dólar aumentó en un 70 por 100 en ese espacio de tiempo). El aumento del gasto interno en Estados Unidos y el alza del dólar ocasionaron un desequilibrio sin precedentes de la balanza comercial y de pagos de Estados Unidos (del orden del 3 por 100 del PIB) (3). Dos fueron las consecuencias evidentes de este desequilibrio del comercio mundial:

- La pérdida de los mercados de exportación estadounidenses y la competencia acrecida, sobre la producción interna, por las mercancías importadas del exterior, lo que abrió la puerta a las *peticiones proteccionistas* en los Estados Unidos.

- El aumento de las exportaciones de Europa y Japón a Estados Unidos, en el que se basó el comienzo de la *recuperación mundial* a finales de 1982.

Todos esos hechos son evidentes y constituyen la crónica bien conocida del proceso de recuperación mundial que vive en 1987 su problemático y azaroso quinto año. Ahora bien, toda vez que la subida del dólar constituye la fuerza fundamental que explica esos desequilibrios del comercio mundial, el problema se centra en relacionar el déficit-deuda pública americanos con el alza del dólar, uno de los temas más controvertidos en la literatura económica. Quizás la posición más clara y continuadamente sostenida sea la de Martin Feldstein (1982, 83, 85, 86a, 86b y 87) que, desde 1982, ha mantenido que la causa básica del alza del dólar se encuentra en el aumento de los déficit estructurales esperados del sector público en un entorno monetario definido para impedir la vuelta a una elevada inflación. Como afirma literalmente Feldstein: «La explicación básica del dólar fuerte es ésta: el elevado tipo de interés real a largo plazo en los Estados Unidos, combinado con la sensación de que las inversiones en dólares son relativamente seguras y de que la inflación americana permanecería baja, indujo a los inversores a cambiar sus carteras en favor de los valores en dólares. Además, el tipo de interés real a largo plazo, más elevado de lo habitual en Estados Unidos en comparación con los tipos reales del extranjero, se debe sobre todo a la baja tasa prevista del ahorro nacional producida por los amplios *déficit presupuestarios esperados*».

La importancia de los *déficit presupuestarios esperados* manifestaba el desequilibrio de las corrientes de ahorro interno. En efecto, el ahorro nacional neto descendió en Estados Unidos de su nivel del 7 por 100 del PNB sólo 1,5 por 100 en 1982 y al 1,5 en los tres primeros trimestres de 1983. Además, los amplios déficit presupuestarios que se proyectaban para los próximos cinco años y para, incluso, períodos *más lejanos*, manifestaban que si no se adoptaban medidas legislativas capaces de reducirlos, la tasa del ahorro nacional neto seguiría estando por debajo de su nivel anterior. Es este desequilibrio el que, en definitiva, se manifiesta por los tipos de interés a largo plazo y el que relaciona el déficit público con la alta cotización del dólar.

El acento puesto por Feldstein en los déficit a *largo plazo* se deriva de su convicción de que si la actividad de endeudamiento del gobierno es elevada durante un solo ejercicio, la deuda pública

adicional puede absorberse desplazando temporalmente al ahorro privado, con escaso efecto sobre los tipos de interés a largo plazo. Por el contrario, la persistencia de los déficit esperados en el futuro implica un mayor aumento de las existencias totales de deuda que han de venderse al sector privado, y que exigirán un permanente desplazamiento de la inversión privada con el fin de colocar el endeudamiento público. Los futuros déficit presupuestarios significan también unos aumentos futuros de la demanda global potencial, lo que producirá tipos futuros de interés a corto plazo más elevados y, por lo tanto, éstos presionarán sobre tipos mayores de interés a largo plazo. En definitiva, la previsión de unos déficit presupuestarios masivos y continuados en Estados Unidos fue la fuerza que mantuvo la elevación de los tipos de interés reales a largo plazo de Estados Unidos en relación con el extranjero, y de ahí que el dólar continuara su escalada después de 1982, cuando la política monetaria se hizo más flexible. El déficit presupuestario federal pasó del 2,5 por 100 del PNB en 1980 a más del 6 por 100 del PNB en 1983, absorbiendo virtualmente todo el ahorro neto generado por familias, empresas y administraciones estatales y locales (normalmente superavitarias) en Estados Unidos. Como consecuencia de ese fuerte aumento de la deuda federal, el tipo de interés real de las obligaciones a largo plazo se elevó con fuerza: el tipo de interés de mercado para tales obligaciones era tan elevado en 1983 como lo había sido en 1980, a pesar de que la tasa de inflación había caído en 8 puntos porcentuales, desde más del 12 por 100 en 1980 a menos del 4 por 100 en 1983. Este aumento espectacular del tipo de interés real a largo plazo en Estados Unidos atrajo fondos ansiosos por colocarse en dólares desde todas las partes del mundo, con lo que el valor del tipo de cambio aumentó.

Esta tesis de Feldstein, que coloca el *déficit público estructural a largo plazo* (4) como la fuerza básica determinante del alza del dólar y del desequilibrio de la balanza de pagos, no constituye la única explicación ofrecida de estos hechos. Esas explicaciones alternativas disponibles son fundamentalmente cuatro:

1. La ofrecida por el *Informe económico del Presidente para 1985*, que atribuye el alza del dólar al aumento del rendimiento después de impuestos de las nuevas inversiones en empresas americanas, debido a la combinación de la *Economic Recovery and Tax Act* de 1981 y al logro de una tasa reducida de inflación.

Por otro lado, ese *Informe* niega, además, la existencia de diferencias en los tipos reales de interés de Estados Unidos y otros países industriales, contrariando así aparentemente la tesis de Feldstein.

La validez de estos argumentos se ha negado por Feldstein (1986, 1987). Por lo que respecta al primero de ellos —la atracción del capital extranjero por la rentabilidad mayor americana—, tropieza con el hecho de que el valor real del dólar subió a lo largo de los años de la recesión: entre 1980 y 1982 aumentó en un 35 por 100. La economía estaba detenida entre esos años y el dólar subía... con el aumento de los *déficit proyectados a largo plazo*. Por otra parte, Feldstein arguye que la mayoría de las entradas de capital en los Estados Unidos lo fueron en forma de depósitos o compra de valores de renta fija a corto plazo, y solamente cerca de una tercera parte en forma de compra de acciones o en inversiones directas. De esta forma, si, como indica el *Informe*, la rentabilidad y el dinamismo de la economía americana atrajeron al capital extranjero, fue básicamente porque contribuyeron, al facilitar la recuperación de la economía interna, a elevar los tipos reales de interés en los Estados Unidos, que era la variable considerada por los inversores extranjeros.

En lo que se refiere a la negación del *Informe* respecto del diferencial de los intereses americanos y de otros países industriales, Feldstein ha afirmado que los tipos de interés considerados en el *Informe* son tipos a tres meses y, si bien es cierto que sus diferencias eran nulas con los tipos de interés de otros países, no sucedía lo mismo con los tipos reales de interés a largo plazo de Estados Unidos, que registraban un diferencial de dos a cuatro puntos porcentuales con los de otros países, manteniendo así el atractivo a la colocación del capital extranjero en dólares y contribuyendo al alza del valor de esta moneda.

2. Otra opinión distinta es la que atribuye la subida del dólar a la creciente confianza en los Estados Unidos, como *puerto seguro* para la inversión, por parte de extranjeros que pensaban que la elección de Reagan haría más seguros sus activos en los Estados Unidos que en ningún otro lugar del mundo. Este argumento es contestado por Feldstein (1986) con tres objeciones: 1.ª Que, aunque los Estados Unidos ofrecen un clima políticamente seguro, es difícil constatar un aumento en la estabilidad política de los Estados Unidos frente a Suiza o a otros países importantes entre los últimos años 70 y los primeros 80. 2.ª Que si se hubiese producido un cambio en la demanda de valores de cartera en favor de los

activos estadounidenses, los tipos de interés americanos hubieran descendido. La fuerte subida de los tipos reales sugiere que cualquier aumento por motivo de *puerto seguro* en la demanda de activos en dólares se vio superado con creces por la creciente oferta de dichos activos. 3.ª También es dudoso que los hechos que se han producido con posterioridad, es decir, la caída del dólar respecto al marco, yen y franco suizo, entre febrero de 1985 y la actualidad, reflejen un deterioro de la relativa estabilidad y seguridad política en los Estados Unidos.

3. Otros autores defienden la opinión, de la que es líder Ronald McKinnon (1984), de que el dólar fuerte no refleja fenómenos *reales* (déficit presupuestarios, creciente rentabilidad interna, normas fiscales alternativas), sino que es simplemente una señal de que la política monetaria en los Estados Unidos es comparativamente demasiado rígida. Este argumento, que pone en primer término a la política monetaria como causa del alza inicial del dólar, tiene, sin embargo, dos frentes distintos. Fuerte uno, el de que, indudablemente, detrás del alza del dólar está la política monetaria anti-inflacionista, lo que se ha admitido por todos y, desde el primer momento, en los análisis de Feldstein. Sin embargo, la rigidez de la política monetaria tiene como causas explicativas originales el desequilibrio de las cuentas públicas, y, por otra parte, la dulcificación y acomodo de la política monetaria posterior a 1982 no ha impedido el crecimiento en la cotización del dólar que, naturalmente, deriva de la permanencia en los déficit estructurales del Presupuesto.

4. Otra tendencia distinta, que ataca frontalmente la relación entre déficit presupuestario y alza del dólar, es la que afirma que esa relación debe rechazarse por el argumento de la *equivalencia ricardiana*. Los déficit, según esta opinión, no incrementan los tipos de interés real, ya que inducen un aumento igual y compensatorio del ahorro privado. Esta opinión, defendida por Barro (1974), se analiza en otros trabajos de este mismo número, y adolece de defectos y de condiciones exigentes, y de dudosa viabilidad, para su cumplimiento, lo que ha llevado a muchos autores a negar su validez.

En conclusión, detrás del alza del dólar y de los desequilibrios del comercio internacional que ha originado se encuentran el déficit y el endeudamiento públicos de Estados Unidos a largo plazo, en un contexto monetario concebido para impedir el rebrote de un proceso inflacionista. Esas han sido las causas fundamentales de la espectacular alza del dólar en el período 1981-85, como indica la prueba empírica ofrecida por Feldstein, 1986 (véase esa argumentación resumida en el recuadro «El déficit presupuestario y el dólar: algunas consideraciones sobre la evidencia aportada por Feldstein»). Otros motivos diferentes han coadyuvado a esta alza del dólar, como han sido la modificación de las leyes fiscales en 1981, en un ambiente de mayor estabilidad, que aumentaron el rendimiento real después de impuestos de las inversiones de las empresas en instalaciones y equipos, lo que permitió a las empresas prestatarias norteamericanas abonar unos intereses reales más altos (5). El crecimiento económico, más acentuado en Estados Unidos que en Europa (6), elevó el nivel relativo de los tipos de interés en dólares, aumentando todavía más el atractivo de invertir en valores estadounidenses. Otros factores más débiles para justificar el alza del dólar, antes mencionados, son la estabilidad política de los Estados Unidos, que ha animado a los particulares e instituciones de todo el mundo a invertir en títulos denominados en dólares, y la reducción de la oferta en dólares tras la crisis de la deuda externa de los países en desarrollo a partir de 1982.

Esa conclusión apunta al que parece el único camino para reducir la excesiva cotización del dólar y, con ella, el peligroso desequilibrio del comercio mundial. Ese camino es el de reducir los tipos reales de interés en los Estados Unidos y, a su vez, esa reducción de los tipos reales de interés no será posible sin reducir el déficit estructural del presupuesto norteamericano.

Ad.2. El desequilibrio de los procesos de ahorro-inversión y el déficit y endeudamiento públicos

La segunda de las líneas en que se han denunciado los efectos del déficit y endeudamiento públicos estadounidenses es la de los desequilibrios que ocasionan en los procesos de ahorro e inversión, la otra cara del desequilibrio externo antes analizado.

La característica dominante de los procesos de ahorro e inversión en Estados Unidos viene dada por la que Jacques de Larosière —Gobernador actual del Banco de Francia y anterior Director del Fondo Monetario Internacional— ha denominado *ecuación de la crisis*, y que se formula en cinco proposiciones que contienen otras tantas características del comportamiento de la economía estadounidense en los últimos años:

1. Ahorro privado de Estados Unidos (17,5 por 100 del PIB) = Ahorro privado de las familias (4,7 por 100 del PIB) + Ahorro privado

EL DEFICIT PRESUPUESTARIO Y EL DOLAR: ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE LA EVIDENCIA APORTADA POR FELDSTEIN

Martín Feldstein, en un claro y sugestivo trabajo recientemente publicado (*), atribuye lo que cabría denominar «aeróbica del dólar» al comportamiento del déficit público. Pocos campos dentro de la economía han suscitado mayores debates, mayores dudas y mayores frustraciones que la explicación de los tipos de cambio. El objeto de esta breve nota es pasar revista a la argumentación de Feldstein y a las dudas que permanecen.

I. MARCO CONCEPTUAL

La argumentación de Feldstein puede resumirse señalando que mayores déficit estructurales permanentes del sector público, junto a una política monetaria restrictiva, comportan una elevación de los tipos reales de interés a largo plazo. Esta elevación de tipos de interés atrae fondos exteriores que se dirigen a los Estados Unidos. En tal contexto, la elevación pasada del dólar —desde 1980 hasta principios de 1985— fue necesaria para crear un déficit comercial que posibilitase la entrada neta de capitales. Y, desde esta óptica, la reciente caída del dólar —a partir de 1985— podría interpretarse como un reflejo de la reducción esperada de los déficit estructurales futuros del sector público.

El nexo causal que Feldstein identifica comporta, en consecuencia, los siguientes pasos intermedios:

1. Efecto del déficit público estructural o permanente sobre los tipos reales de interés: para ello es necesario que los agentes económicos privados no interpreten los mayores déficit presentes como mayores impuestos futuros y, en consecuencia, no modifiquen al alza su tasa de ahorro. Es decir, que el denominado «efecto Barro» no opere. Sobre este punto, Feldstein aporta datos indicativos de que, como consecuencia del déficit público, la tasa nacional de ahorro en los Estados Unidos ha decrecido, lo que puede interpretarse como indicativo de que, en efecto, los déficit presentes no han sido percibidos como impuestos futuros.

2. Efecto del diferencial de tipos de interés sobre el tipo de cambio. El punto de partida para razonar este efecto puede ser un modelo de equilibrio de carteras. El diferencial de tipos de interés entre dos países —Estados Unidos y Alemania, en el caso considerado por Feldstein— debe quedar compensado por la variación esperada del tipo de cambio, de suerte que a los agentes económicos privados les resulte indiferente poseer activos en una u otra moneda.

En efecto, siendo «i» el tipo nominal de interés en Estados Unidos, «i*» el tipo nominal de interés en Alemania y «é» la tasa esperada de variación del tipo de cambio, debe satisfacerse:

$$i = i^* + \dot{e} \qquad [1]$$

Restando las tasas esperadas de inflación «π», y definiendo la variación del tipo de cambio real «$\dot{q}$» como la variación del tipo de cambio nominal descontando el diferencial de inflación:

$$\dot{q} = \dot{e} + \pi^* - \pi \qquad [2]$$

se deduce:

$$r = \dot{q} + r^* \qquad [3]$$

en donde «r» es el tipo real de interés.

Por último, postulando una ecuación de ajuste de la variación del tipo de cambio real a su nivel de equilibrio a largo plazo, representado por «$\bar{q}$», del tipo:

$$\dot{q} = \alpha\,(\bar{q} - q) \qquad [4]$$

se deduce:

$$q = \bar{q} - \frac{1}{\alpha}\,(r - r^*) \qquad [5]$$

Es decir, se llega a la conclusión de que el tipo de cambio real depende del diferencial de tipos reales de interés en los dos países.

Estos dos eslabones permiten, pues, cerrar la argumentación de Feldstein, en el sentido de atribuir un signo positivo a la relación que liga la cotización del dólar con el déficit estructural permanente esperado a largo plazo.

II. EVIDENCIA EMPIRICA

El razonamiento de Feldstein opera para períodos de flotación del tipo de cambio. Se enfrenta pues ante la heroica tarea de tratar de contrastar una teoría con sólo doce observaciones que abarcan el período 1973-1984.

La estrategia que Feldstein sigue es especificar dos bloques de ecuaciones:

a) *Bloque 1:* Estimación de una forma reducida que liga el tipo de cambio real del dólar con respecto al marco alemán con el déficit estructural permanente esperado de los Estados Unidos.

Además, en este bloque de ecuaciones se da cabida a otras variables que constituyen explicaciones alternativas o complementarias de la evolución del tipo de cambio. Las principales son:

- Los cambios inducidos por los recortes fiscales de la Administración Reagan en la rentabilidad de las empresas americanas: la idea que subyace a esta variable es que la elevación de los tipos de interés en Estados Unidos es un reflejo, no del déficit del presupuesto, sino de la mayor rentabilidad de las empresas y de la mayor demanda de fondos prestables.
- La inflación esperada: una elevación de la inflación esperada puede deprimir temporalmente el tipo real de interés y, por tanto, el tipo de cambio.
- Variables representativas del grado de restrictividad o de expansividad de la política monetaria. Una política restricitiva puede elevar los tipos nominales de interés y actuar sobre el tipo de cambio.
- Variables ficticias: su finalidad es evaluar hasta qué punto la elevación del precio del dólar iniciada a partir de los ochenta es el reflejo de fenómenos psicológicos tales como la mayor confianza en la Administración Reagan.

La conclusión obtenida de este bloque de estimaciones es que el déficit futuro esperado aparece casi siempre como variable significativa y con signo siempre positivo, cualquiera que sea la especificación seleccionada, independientemente de que se incluyan o excluyan otros grupos de variables.

El efecto de la política monetaria restrictiva concuerda también con el esperado. Un menor crecimiento de la cantidad de dinero tiende a elevar la cotización del dólar.



M. FELDSTEIN

El impacto de la inflación esperada es negativo, resultado que cabía esperar *a priori*, y que Feldstein atribuye a las dificultades de ajuste a corto plazo del tipo nominal de interés.

No obstante, los cambios estimados de rentabilidad inducidos por la política fiscal no aparecen como significativos, y el signo de las variables ficticias tendentes a recoger posibles efectos psicológicos es contrario al esperado.

De todas las variables ensayadas, la más relevante y robusta es el déficit estructural esperado, y ello permite a Feldstein identificar tal variable como la principal protagonista de la trama.

b) *Bloque 2:* Estimación estructural que liga el tipo de cambio con el diferencial de tipos de interés a largo plazo.

Como antes se vio, el nexo causal de la argumentación de Feldstein arranca del déficit y concluye en el tipo de cambio, pasando por el tipo de interés. ¿Qué evidencia existe a favor de este eslabón intermedio?

Feldstein estima directamente el tipo de cambio real a partir del diferencial de tipos de interés a largo plazo. Los resultados obtenidos son, no obstante, bastante más pobres que en las ecuaciones del bloque anterior. Existen bastantes razones para pensar que la relación entre ambas variables debe ser de tipo dinámico. A este respecto, recuérdese que la ecuación [5], que fundamenta estas estimaciones, es el resultado de un proceso de ajuste del tipo de cambio real a la solución de equilibrio a largo plazo. Una ecuación estática como la estimada por Feldstein debe adolecer de graves problemas de autocorrelación, hecho que queda claramente puesto de manifiesto en las estimaciones obtenidas. La solución que Feldstein adopta de proceder a corregir mecánicamente la autocorrelación, modificando el método de estimación, es una práctica de dudosa validez econométrica. Ello, pues, deja un eslabón perdido y lleva a Feldstein a plantearse la posibilidad de que el déficit presupuestario y la política monetaria tengan un efecto directo sobre el tipo de cambio que no discurra exclusivamente a través del diferencial de tipos de interés. No obstante, no profundiza en esta sugerencia.

III. ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE EL MARCO CONCEPTUAL

Comentarios de Dornbusch y Stockman al trabajo de Feldstein, que se recogen en la misma publicación, destacan, entre otros, los siguientes aspectos:

1. El efecto del déficit del sector público sobre el tipo de cambio puede ser a largo plazo negativo, debido a que la entrada de capitales en Estados Unidos representa mayores pagos por servicio de la deuda. Si los agentes tienen expectativas de futuro, los déficit persistentes pueden comportar una depreciación del tipo de cambio, en la medida en que hacer frente al pago de intereses exige superávit de la balanza comercial.

2. El efecto del déficit del presupuesto sobre el tipo de cambio depende de su financiación. Si se financia externamente no producirá una apreciación del tipo de cambio. Adicionalmente, tampoco se producirá una elevación del tipo de cambio si se traduce en un incremento de la demanda de bienes producidos en el exterior. En este sentido, Stockman señala que más que hablar de déficit, habría que hablar de gastos de defensa. Mayores gastos de defensa implican una elevación de la demanda nacional y una elevación del tipo de cambio real, vía la modificación inducida en los precios relativos de equilibrio. A diferencia, el déficit *per se* puede tener efectos negativos sobre el tipo de cambio. Cita al respecto evidencia empírica en el sentido de que al introducir por separado en una ecuación similar a la propuesta por Feldstein el déficit del presupuesto y los gastos de defensa, el signo del déficit es negativo —si bien poco significativo— y el signo de los gastos de defensa es positivo y significativo.

IV. PROBLEMAS ECONOMETRICOS

A este respecto, cabría hacer, entre otras, las siguientes consideraciones:

1. A pesar del escaso número de observaciones disponibles, que constituye una de las principales limitaciones del trabajo de Feldstein, con la muestra analizada y los países considerados (Estados Unidos y Alemania) este autor aporta evidencia que parece robusta (es decir, poco sensible a los posibles errores de especificación del modelo) con relación al efecto del déficit público sobre el tipo de cambio. No obstante, los nexos causales intermedios no están suficientemente contrastados. Una misma forma reducida es compatible con distintas cadenas de causación. En este sentido, sería preciso profundizar en el efecto del déficit sobre el tipo de interés y en el efecto del diferencial de tipos de interés sobre el tipo de cambio.

Con respecto al primer punto, Feldstein señala la caída de la tasa de ahorro nacional resultante del déficit público, pero no trata de especificar ninguna ecuación explicativa de los tipos de interés en la que el déficit estructural permanente y esperado del sector público aparezca como variable explicativa. La cuestión dista de ser obvia, como lo prueba la abundante literatura vertida sobre el tema.

Con relación al efecto del diferencial de tipos de interés sobre el tipo de cambio, la evidencia aportada es pobre. Si ello es consecuencia de la especificación defectuosa de la estructura dinámica de la ecuación, de la omisión de variables relevantes o de la inadecuación de los datos utilizados, o bien responde a la necesidad de buscar nexos causales alternativos, es una cuestión abierta que requiere mayor estudio.

2. A la vez, tendría especial interés comprobar si las estimaciones que se derivan de la forma reducida siguen verificándose al ampliar el periodo muestral, o al operar con más de dos países. El primer problema es, de hecho, insalvable por el momento. Pero el segundo no lo es.

La limitación que la muestra analizada por Feldstein plantea es que, como señala Stockman, consta de una primera submuestra, de 1973 a 1980, en que el tipo de cambio fue relativamente estable al igual que el déficit público, y una segunda submuestra, a partir de 1980 hasta 1984, en que el tipo de cambio se apreció coincidiendo con un crecimiento del déficit. Se trata, pues, de una muestra con escaso contenido informativo, dado que sólo abarca un periodo de incremento del déficit e incremento de la cotización del dólar, pero no incluye ningún periodo de reducción del déficit y reducción de la cotización del dólar. No obstante, la reciente caída de la cotización del dólar, aunada a la reducción esperada del déficit público de los Estados Unidos, subsana en parte esta limitación apuntada por Stockman y constituye evidencia a favor de la tesis de Feldstein.

En conjunto, pues, el trabajo de Feldstein ofrece una explicación plausible de la evolución del dólar, a la vez que abre una agenda de trabajos futuros, encaminados a contrastar la permanencia de las relaciones estimadas y a identificar con mayor grado de detalle los eslabones causales de la política fiscal.

NOTA:

(*) «The Budget Deficit and the Dollar» National Bureau of Economic Research, *Macroeconomics Annual 1986*, The MIT Press, 1986.

de las empresas (12,8 por 100 del PIB).

2. Ahorro de las administraciones públicas (—3,5 por 100 del PIB) = Ahorro de la Administración federal (—4,6 por 100 del PIB) + Ahorro de las restantes administraciones públicas (1,1 por 100 del PIB).

3. Ahorro neto global interno (1+2: 14 por 100 del PIB).

4. Ahorro neto global interno (14 por 100 del PIB) < Inversión neta global (17 por 100 del PIB).

5. Esta última desigualdad se equilibra con el ahorro exterior, del orden del 3 por 100 del PIB, que corresponde al déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente americana (7).

De esa ecuación elemental se deduce que, mientras subsista el desequilibrio de la cuenta de las administraciones públicas y su contribución al ahorro sea negativa, *si* las partidas de gasto interno permanecen inalteradas, el ahorro exterior deberá equilibrar la cuenta ahorro-inversión de la economía, lo que conduce inevitablemente a un aumento del endeudamiento exterior.

Por tanto, el déficit exterior de la balanza de pagos por cuenta corriente puede considerarse como la contrapartida del grave desequilibrio existente entre el ahorro interno y la inversión, cuyo origen fundamental se halla en el desahorro del sector de las administraciones públicas. En la medida en que ese desequilibrio interno subsista, el déficit exterior será su consecuencia inevitable, lo que producirá una acumulación de la deuda externa que alterará la estructura de la balanza de pagos, convirtiendo al país en deudor neto frente al resto del mundo. Este carácter deudor se acusará en las liquidaciones de la balanza de pagos, que no será deficitaria *sólo* en su componente de la balanza comercial y de servicios, sino también en las partidas de intereses y dividendos que habrán de pagarse por la carga de la deuda acumulada con el exterior.

Esto es precisamente lo que ha sucedido en Estados Unidos, donde la acumulación de déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente ha convertido al país en deudor neto frente al resto del mundo desde 1985, alterando su tradicional carácter de país acreedor, sostenido invariablemente desde 1914. Esta alteración de la estructura de la balanza de pagos americana —provocada por el desequilibrio interno de sus corrientes de ahorro e inversión, debido al déficit público estructural— obliga a realizar unas transferencias futuras por pagos de intereses y dividendos que no pueden provenir más que de la conversión de su balanza de bienes y servicios de deficitaria, como hoy lo es, en superavitaria, lo que supone la necesidad de transferir recursos reales del sector interior al sector exterior en cuantía muy importante.

Resulta fundamental subrayar que la magnitud de este problema es considerable, porque subsistiría aunque el déficit público desapareciera hoy, toda vez que, como ha recordado Blanchard (1987), a plazo medio y largo la deuda pública constituye el legado forzoso de los déficit públicos pasados, obligando a un reajuste en las corrientes de consumo y/o inversión internos y a una transferencia de recursos reales al exterior para remediar el desequilibrio de la balanza de intereses y dividendos.

El remedio del déficit de la balanza comercial será *ayudado* por la reducción del déficit público, causante del desequilibrio interno de las corrientes de ahorro e inversión. Una reducción más rápida del déficit presupuestario aceleraría el descenso de los tipos reales de interés y del valor del dólar, ayudando a reducir así el déficit comercial más rápidamente. Sin embargo, el nivel de endeudamiento externo de los Estados Unidos, y el actual y proyectado carácter fuertemente deficitario de la balanza comercial, reclaman *más ayudas* que la necesaria reducción del déficit público para conseguir el cambio de signo en el intercambio de bienes y servicios de Estados Unidos con el resto del mundo.

Con frecuencia se afirma que esas ayudas adicionales deben venir, no de una reducción del valor *actual* del dólar, sino de un aumento de la producción y la renta de Alemania y Japón, lograda por la adopción de medidas expansivas en esos países. Esta afirmación ha sido rebatida con razón por la OCDE (1986) y por Feldstein (1987). En efecto, un aumento de las tasas reales de crecimiento del resto del mundo no bastaría para conseguir una mejora efectiva de la balanza de pagos estadounidense. Dadas las propensiones a exportar e importar de los Estados Unidos, Feldstein ha calculado que un aumento de las tasas de crecimiento en el resto del mundo de 2 puntos porcentuales, pasando del 2,5 por 100 actual a un improbable 4,5 por 100, aumentaría la demanda de exportaciones de Estados Unidos en un 6 por 100, equivalente a unos 15.000 millones de dólares, lo que significa el 10 por 100 del déficit anual de la balanza de pagos corriente de Estados Unidos.

Esa medida lo que sí conseguiría es ayudar a la demanda actual y futura de los países en que se produjera para sustituir al descen-

so previsible de sus exportaciones a Estados Unidos y para paliar la caída consiguiente de la actividad de sus economías. Esa expansión de la demanda interna de Japón y Europa occidental es necesaria también para amortiguar la amenaza del proteccionismo de Estados Unidos. Pero no será ayuda *suficiente* para lograr el cambio de signo de la balanza de pagos americana. El logro de este objetivo precisa, además, de un aumento de la competitividad de los Estados Unidos, y ese aumento reclama una reducción del valor del dólar, toda vez que la tarea de realizar los pagos de transferencia de recursos al exterior por intereses y dividendos es, en los próximos años —según los cálculos del Fondo Monetario Internacional (1986)—, del orden de los 60.000 millones de dólares en cada ejercicio, imposible de realizar sin una variación importante en el valor del dólar que la haga posible. Todo ello supone que el esfuerzo de reajuste de la balanza de pagos americana obligará a transferir en torno a un 1 por 100 del PIB americano en cada uno de los próximos años. Una transferencia al exterior que no es sino un pago obligado del aumento excesivo de las exportaciones y del desequilibrio interno de los Estados Unidos en los años 80, lo que significa perder entre una cuarta parte y la mitad de la tasa histórica lograda en el crecimiento de la renta en años pasados.

De modo que la corrección de los desequilibrios actuales del comercio internacional precisa de una actuación sincronizada en tres frentes: *en la reducción del déficit público americano,* causante del desequilibrio interno y exterior de los Estados Unidos; *en la fijación de una nueva paridad del dólar* que facilite la tarea de cambiar el signo de la balanza de pagos, y en *una expansión de las economías con superávit* (Alemania y Japón) que aumente la demanda interna de esas economías nacionales y consiga así tasas de crecimiento de la producción que no podrán lograrse ya con la demanda exterior estadounidense. Al mismo tiempo, esas medidas de expansión de la demanda interna en otros países lograrán reducir los peligros ciertos del proteccionismo americano.

Si esas políticas no se adoptan

LOS DEFICIT Y EL DOLAR: LA ECONOMIA MUNDIAL EN PELIGRO

En 1985, el economista británico Stephen Marris publicaba un ensayo con el título que encabeza este recuadro. En él argumentaba que los Estados Unidos y el resto del mundo se dirigían hacia una desagradable y peligrosa recesión. La predicción de Marris se basaba en que los déficit del Presupuesto y la balanza de pagos presionarían sobre el dólar y que, para atraer capitales extranjeros, los Estados Unidos tendrían que elevar los tipos de interés. Todo ello produciría una subida del coste del capital, lo que se manifestaría en un *crack* bursátil que, a su vez, induciría a una reducción del gasto de consumo, un empeoramiento de las expectativas empresariales y de las inversiones, desembocando en una recesión del mundo industrial.

Esa profecía de Marris ha comenzado a cumplirse sin que la política económica reaccionase con eficacia frente a los acontecimientos. Ante ellos deberían meditar los políticos y ciudadanos occidentales. «Es evidente que los norteamericanos deben comenzar a entender —después de lo que ha pasado en octubre, afirma Marris— que viven por encima de sus posibilidades y que la hora de la realidad ha llegado. Norteamérica gasta en este momento 3,5 por 100 más de lo que gana en forma de producción y renta interna, y ésto no puede durar. Cualesquiera que sean los sobresaltos del monstruo, el déficit público debe ser eliminado. Las negociaciones del gobierno y el Congreso han desembocado en una reducción insuficiente del déficit. Si el déficit no se reduce en dos años en 100.000 millones de dólares, sera difícil detener la marcha de los acontecimientos.



S. MARRIS

En el momento presente, esa vida americana por encima de sus posibilidades no se financia ya por préstamos privados, que han tendido a disminuir drásticamente en 1987. Los déficit americanos se financian en la actualidad totalmente por los bancos centrales, y esto no puede durar. Mientras no se tomen medidas de reequilibrio de la economía interna americana, y mientras Alemania y Japón no colaboren con más intensidad poniendo a plena marcha sus economías, el dólar bajará y, con él, caerán de nuevo las bolsas de valores».

Stephen Marris probablemente sea el economista que más ha estudiado los últimos avatares del dólar y su futuro, y su convicción de que el dólar bajará la manifiesta en su propio comportamiento: «Tengo pocos ahorros preparando mi retirada, pero éstos están esperándome en Frankfort, colocados en marcos, porque una cosa he aprendido ciertamente en los últimos tiempos, y es que es más fácil ganar dinero hablando del dólar que apostando por él».

efectivamente, los mercados reconocerán su ausencia, sancionándola con una caída violenta de las cotizaciones del dólar, manifestando así su profunda decepción. Cobraría, de esta manera, realidad la trágica profecía de Stephen Marris de un *aterrizaje brutal* del dólar como premisa de una grave depresión (*vid.* recuadro «Los déficit y el dólar: la economía mundial en peligro»).

Ad.3. El déficit y el endeudamiento públicos americanos y las economías europeas

El proceso de déficit y endeudamiento públicos estadounidenses han traducido sus efectos negativos —aparentemente de forma paradójica— sobre las economías europeas. Esa traducción negativa sobre el escenario europeo del déficit y endeudamiento públicos estadounidenses no resulta, en principio, fácil de entender; y ello porque el inicio de la recuperación europea lo constituyó el sector exterior, beneficiario directo de la alta cotización del dólar, que facilitaba sus exportaciones. ¿Cómo es posible que Europa se haya quejado reiteradamente del déficit público americano y del alza del dólar que el mismo produjo cuando éstas eran las fuerzas que estaban ayudando a la recuperación de su economía?

La respuesta se halla en los efectos negativos *directos e indirectos* del déficit-endeudamiento americano sobre las economías europeas. He aquí su inventario tal como lo ha realizado Feldstein (1985):

1. El efecto del déficit-endeudamiento americano sobre las exportaciones europeas ha sido, sin duda, positivo; pero, también sin duda, se ha exagerado en su cuantía. Estados Unidos significa menos del 10 por 100 para las importaciones y exportaciones de los países de la CEE. Incluso si se elimina el comercio intracomunitario, es solamente de un sexto del comercio total de la CEE. Por otra parte, el comercio exterior ha aumentado en una tasa del orden del 14 por 100 entre 1980 y 1984, un tercio menos que el aumento registrado en los cuatro años previos.

2. El rápido aumento del dólar en los años 1981-85 ha producido dos efectos desfavorables: la caída de la relación real de intercambio en los países europeos (con pérdida de renta real frente a los productos estadounidenses) y el aumento de la inflación derivado del componente exterior de los precios.

3. La subida de los tipos de interés a largo plazo en USA ha constituido una poderosa fuerza de atracción que ha alineado paulatinamente a los europeos con éllos (dado su carácter de precios internacionales), lo que ha determinado una subida que ha afectado negativamente a la inversión en Europa.

Por otra parte, la mejora relativa de los tipos reales de interés americanos ha favorecido la salida de capitales buscando más rentabilidad en Estados Unidos (lo que ha disminuido el capital total acumulado en Europa).

4. Los efectos *indirectos* de la política fiscal americana han tenido considerable importancia. La rápida elevación de la cotización del dólar constituyó el punto de partida de un conjunto de políticas restrictivas en Europa (iniciadas en Alemania, pero transmitidas a otros países de la CEE a través de la posición dominante del marco en el sistema monetario europeo). En efecto, la rápida apreciación del dólar iniciada en 1980 supuso un importante impacto inflacionista que el Bundesbank trató de contrarrestrar con el aumento de los tipos de interés y un control más rígido de la oferta monetaria (de 1980 a 1983 la oferta monetaria creció la mitad que en los tres años anteriores). Esta contracción de la política monetaria alemana en respuesta a la rápida apreciación del dólar (causada predominantemente por el déficit público norteamericano), actuó negativamente sobre el nivel de actividad económica, produciendo tasas reducidas de crecimiento y aumentos del desempleo. También fue restrictiva la política fiscal (por la caída del ritmo de la actividad económica, con su efecto sobre el ritmo de crecimiento de los ingresos, lo que obligó a limitar el crecimiento del gasto).

Así pues, además de los efectos directos antes analizados, el déficit público americano transmitió un conjunto de efectos a Europa indirectamente, transmisión que tuvo lugar vía las respuestas inducidas por el déficit en las políticas monetaria y fiscal de Alemania Occidental, cuyas consecuencias se extendieron posteriormente a otros países europeos.

Estos cuatro grupos de efectos negativos del déficit y el endeudamiento de Estados Unidos explican que, a pesar de sus consecuencias positivas sobre las exportaciones europeas, las opiniones técnicas y políticas que han partido de Europa hayan denunciado y criticado el déficit público americano como causante de los desequilibrios de la economía mundial y como amenaza permanente de su futuro.

El déficit y el endeudamiento públicos de Estados Unidos en el centro de los problemas de la economía mundial

Permítame el lector resumir, aun a riesgo de abusiva reiteración, las conclusiones alcanzadas en el epígrafe anterior. De su contenido puede concluirse que la importancia de las consecuencias del proceso de déficit y endeudamiento públicos de Estados Unidos difícilmente puede ser exagerada. Los efectos del déficit están detrás del principal problema con el que se enfrentan las economías occidentales: el desequilibrio del comercio internacional. Es el aumento espectacular del valor del dólar en un 70 por 100 desde 1980 a la primavera de 1985 el que origina el desequilibrio de la balanza de pagos por cuenta corriente de Estados Unidos y su progresivo endeudamiento exterior para financiarlo. El intenso aumento del valor del dólar es una consecuencia de la elevación de los tipos reales de interés a largo plazo, y esta elevación tiene como causa dominante —aunque no exclusiva— la cadena de déficit estructurales del presupuesto americano presentes y futuros. Sin reducir el déficit presupuestario estadounidense será imposible restablecer el equilibrio en las corrientes de intercambio de bienes y servicios entre Estados Unidos y los restantes países occidentales.

El desequilibrio de los procesos de ahorro y de inversión de Estados Unidos constituye la otra cara del desequilibrio exterior. El desahorro del sector público y el mantenimiento de los niveles de gasto ha ocasionado un endeudamiento externo, cuya continuidad en el tiempo ha alterado la estructura de la balanza de pagos americana. El coste anual del servicio del endeudamiento *exterior* se cifra en torno a los 60.000 millones de dólares en la próxima década. Este efecto, causado por la existencia de la deuda *actual* acumulada, se produciría aunque el déficit desapareciera *hoy*. De esta manera, la reducción más intensa del déficit público afectará al saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente, al acelerar el descenso de los tipos reales de interés a largo plazo y, con ellos, la cotización del dólar, favoreciendo las exportaciones americanas y disminuyendo las importaciones. Sin embargo, el imprescindible cambio de signo de la balanza de bienes y servicios para financiar la carga de la deuda acumulada necesita no *sólo* cerrar el bache del déficit público, sino definir una nueva paridad del dólar que contribuya a ese objetivo prioritario. Esa caída del dólar no puede sustituirse por la expansión de la demanda interna de Japón y Europa occidental, porque sus efectos sobre la balanza de mercancías y servicios de Estados Unidos son muy reducidos. La expansión de la demanda interna de esos países debe tener otro propósito: sostener el crecimiento interno de sus economías sustituyendo a la demanda externa norteamericana, que se debilitará a consecuencia de los ajustes precisos para lograr el superávit de la balanza de bienes y servicios. Con todo, esa estrategia de variar el signo de la balanza de bienes y servicios de Estados Unidos tiene como condición necesaria de partida la reducción del déficit público estructural a largo plazo, pues mientras éste subsista en los niveles actuales la consecución del superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente resultará imposible.

El déficit y el endeudamiento públicos americanos han jugado un papel positivo en la recuperación de las economías occidentales y, desde luego, de las europeas. Pero los efectos directos e indirectos del déficit público americano han tenido un coste importante para los países europeos en términos de caída de la relación real de intercambio, de inflación, de exportación de capitales y de aplicación de políticas restrictivas, monetarias y fiscales, que han reducido las tasas de desarrollo europeas y han aumentado el desempleo.

Resulta, por todo lo reiteradamente expuesto, que el déficit y endeudamiento públicos de Estados Unidos se sitúan en el centro de los problemas que tiene hoy planteados la economía mundial. Se deduce también de la exposición anterior que déficit y endeudamiento públicos norteamericanos no constituyen el único problema. La definición de una nueva paridad del dólar y la coordinación de las políticas de Alemania Occidental, Japón y Estados Unidos constituyen decisiones complementarias básicas de cuyo cumplimiento y sincronía depende el futuro de la economía mundial.

La caída del dólar y la marcha peligrosa de la economía mundial desde 1985

Todos los acontecimientos expuestos hacían inexorable en un futuro —visto desde principios de 1985— la caída del dólar, pues no resultaba concebible que el desequilibrio interno de Estados Unidos encontrase financiación suficiente en los mercados de capitales, por la creciente percepción en éstos del riesgo en que incurrían los activos en la moneda estadounidense. Esa caída del dólar, sin embargo, podía programarse

o podía producirse brutalmente por el reconocimiento de los mercados y la huída en éstos de los inversores. Han sido muchas las voces —y en primer lugar la de Stephen Marris (1985)— que han advertido de los peligros de ese «aterrizaje brutal» del dólar. En efecto, la caída súbita sin control del dólar provocaría una convulsión de los flujos financieros de la economía mundial, un efecto inflacionista interno de enormes proporciones sobre la economía estadounidense, que exigiría un reajuste restrictivo con efectos imprevisibles, y un deterioro de la capacidad competitiva de las exportaciones de Japón y de la CEE, con la recesión correspondiente de esas economías.

Frente a esta alternativa de dejar que el mercado terminase por reconocer brutalmente el valor insostenible del dólar, cabía definir una política de «suave aterrizaje» del mismo, de la que eran piezas claves las acciones antes expuestas (reducción programada del déficit público americano, expansión sincronizada de las economías de Japón y Alemania Occidental y definición de una nueva paridad pactada del dólar, a la que se llegase por la adopción previa de las medidas anteriores, capaces de dotar de credibilidad a su cotización).

Pues bien, los acontecimientos han tendido a desarrollarse, desde la primavera de 1985, de forma peligrosa, ya que no se han cumplido las condiciones para ese «aterrizaje suave» del dólar. Ni su tipo de cambio se ha depreciado suficiente y acordadamente para lograr unos mejores resultados de la balanza de pagos americana entre 1985 y 1987, ni el déficit público americano ha logrado reducirse en la cuantía precisa, ni la coordinación de las políticas económicas occidentales conseguía variar la actitud pasiva de Alemania y Japón. A falta del cumplimiento de esas tres condiciones, los desequilibrios de la economía mundial se han agudizado, manifestándose en los mercados de cambios y, en última instancia, en la crisis de la Bolsa de Nueva York del 19 de octubre, amenazando con el peligro de una seria recesión mundial.

Tratemos de repasar con más detenimiento la evolución de estos hechos, que están hoy determinando el curso de los acontecimientos en el mundo occidental.

A principios de 1985 el dólar alcanzaba ya una cotización insostenible. No era posible mantener el dólar a 3,3 marcos y 250 yens más que al coste prohibitivo de producir una balanza de pagos por cuenta corriente americana deficitaria en más de un 3 por 100 del PIB estadounidense. Una balanza deficitaria que precisaba de un crecimiento continuo del endeudamiento exterior que resultaba crecientemente difícil de financiar. A principios de 1985 esos hechos fueron evidentes para los inversores que financiaban el déficit exterior de Estados Unidos, que comenzaron a percibir que deberían vender sus activos en dólares *antes* de que se iniciara su inevitable caída. El miedo a las pérdidas eventuales de los activos en dólares sustituyó al optimismo de los años anteriores. Las ventas en dólares comenzaron a realizarse en los mercados de cambios, iniciándose con ellas la caída de sus cotizaciones. El dólar perdió, además, desde ese mismo año, el baluarte que había sido el gran atractivo para impulsar su cotización: los elevados tipos reales de interés, que iniciaron su descenso como consecuencia de la aplicación de una política monetaria más flexible y de la desaceleración del propio crecimiento económico norteamericano. Tras seis meses de descenso del dólar en los mercados de cambios, llegó —en septiembre de 1985— el acuerdo del «Grupo de los 7» en el Hotel Plaza de Nueva York, que apoyaba la caída *concertada* del dólar. Para algunos observadores agudos, la importancia de ese acuerdo se ha exagerado en exceso, pues si bien es cierto que Japón alteró su política monetaria elevando, como debía, los tipos de interés con vistas a incrementar el valor del yen, y contribuyendo así a mejorar el equilibrio económico mundial, para Alemania el acuerdo careció de contenido, e incluso el propio Japón abandonó pronto su actuación compensatoria y Estados Unidos no aportó la reducción necesaria de su déficit presupuestario. De esta forma, el descenso del dólar no sufrió la caída precisa y programada que debería haberse registrado por esa actuación del «Grupo de los 7».

A falta de un éxito en esa acción concertada, las fuerzas impulsoras de la baja del dólar fueron, de nuevo, las actuaciones de los inversores que, al vender la divisa norteamericana en los mercados de cambios, redujeron, entre febrero de 1985 y diciembre de 1986, en un 30/35 por 100 el valor del dólar. Esta caída resultaba insuficiente para corregir el déficit comercial, y éste persisitió durante el año 1986 y comienzos de 1987, necesitando una cantidad importante de ahorro externo. El déficit con el que se liquidó la balanza de pagos americana en el ejercicio de 1986 mostraba claramente ya las dos fuerzas que reclamaban una caída mayor de la divisa norteamericana: la continuidad del déficit comercial y el crecimiento explosivo de la deuda exterior. La balanza de pagos americana y su componente de inversión atravesó —en ese ejercicio, como se ha

indicado anteriormente— la línea histórica que convertía a Estados Unidos en un país deudor. El peso futuro de la devolución de los intereses y de los principales de la deuda que Estados Unidos había contraído forzaba a obtener un superávit en la balanza de bienes y servicios en los años venideros, y este superávit exigía, obviamente, un tipo de cambio mejor que el que Estados Unidos tenía para apoyar el conjunto de las exportaciones y limitar sus crecientes importaciones. Resultaba ya obvio a finales de 1986 que mientras no se redujera el déficit de la balanza de pagos americana sus desequilibrios anunciarían ulteriores caídas en la cotización del dólar, y así lo entendieron los mercados de cambios.

Dado que el éxito de los acuerdos del Plaza fue —como antes se dijo— bien limitado, se pensó de nuevo en la necesidad de insistir en una coordinación de las políticas económicas que tendiese a reducir programadamente el valor del dólar y, en la medida de lo posible, a expansionar la demanda interna de Japón y Alemania Occidental. Ese fue el propósito de los acuerdos firmados en el Louvre, en febrero de 1987. Pero si el éxito de la acción concertada no se había logrado con los acuerdos del Plaza, tampoco los acuerdos del Louvre lograrían algo mejor. Inicialmente, el dólar pareció estabilizarse en los niveles pactados, pero esa estabilización provisional del dólar estaba condenada a ser transitoria, al abandonarse a las compras masivas de la divisa norteamericana por los bancos centrales del «Grupo de los 7» en los mercados de cambios, y no a la realización de las medidas correctoras necesarias antes expuestas. La presión vendedora en los mercados de cambios de dólares arrancaba del convencimiento de que, a falta de actuaciones de fondo que redujeran los desequilibrios de la economía mundial, el dólar continuaría su inevitable caída. Mes a mes, los mercados de cambios han ido siguiendo en el año actual las liquidaciones de la balanza comercial estadounidense, pues mientras se mantuvieran sus déficit éstos anunciarían que los problemas del desequilibrio de la economía mundial no se habían resuelto y, a falta de esa solución, el dólar continuaría su caída libre, con la consiguiente amenaza de una futura recesión.

Tres acontecimientos iban a cambiar el panorama en el otoño de 1987. El primero, la subida de los tipos de interés americanos, que cerraban una fase presidida por sus descensos constantes, subida que anunciaba las dificultades para sostener el dólar en sus cotizaciones, reclamando la ayuda del ahorro exterior. Esta subida de los tipos de interés americanos fue secundada, contra lo que exigiría una política de coordinación económica, por una corrección al alza de los tipos de interés de Alemania Occidental, segundo acontecimiento que ensombrecía el panorama de la economía mundial y motivaba las declaraciones intempestivas de Baker, amenazando con una caída libre del dólar, expresivas de la falta de coordinación de las políticas económicas occidentales. El tercer acontecimiento fue la adversa liquidación de la balanza comercial de Estados Unidos en el mes de agosto, que registraba un déficit mayor del esperado. Estos tres acontecimientos iban a producir la noticia del año 87: el «lunes negro» del 19 de octubre, en el que la Bolsa de Valores de Nueva York registraría la mayor caída de su historia.

La crisis bursátil de octubre de 1987 y sus principales mensajes

El mundo de las bolsas de valores había vivido el proceso de recuperación de la economía mundial, traduciéndolo con su habitual sentido de la exageración. El divorcio creciente de los valores financieros con respecto a los reales de la economía había alcanzado, en vísperas de la crisis bursátil, magnitudes sin precedente. La internacionalización de las bolsas de valores y los procesos de innovación, desregulación y titularización concedían a ese divorcio un eco y consecuencias extraordinarios (8). Las cotizaciones bursátiles batieron sus récords en *todos* los mercados, en un proceso que parecía no tener fin. Sin embargo, y apoyándose en los techos alcanzados por las cotizaciones y en los tres acontecimientos antes destacados, las fuerzas «bajistas» del mercado consiguieron imponerse el 19 de octubre de 1987.

Es claro que los tres motivos aludidos anteriormente afectaban de lleno al nivel de las cotizaciones. La elevación de los tipos de interés en Estados Unidos no era compatible con la elevación de los cambios en los valores de renta variable por tres razones bien elementales: 1) La mayor remuneración de las inversiones financieras alternativas en obligaciones y préstamos respecto de las inversiones en acciones. 2) El mayor coste en que deberían incurrir los inversores que solicitaban los créditos para su adquisición de acciones. 3) El aumento del coste de las empresas, que encarecía y dificultaba los procesos de inversión real. A estas tres razones se añadía el hecho obvio de que el alza de los tipos de interés americanos avisaba de las dificultades

de continuar sosteniendo un déficit comercial y un déficit público, y de que reducir estos déficit, como sería necesario, llevaría a Estados Unidos a detener antes o después su proceso de expansión económica, con las obvias consecuencias sobre la cotización de los valores de renta variable.

Por otro lado, el déficit de la balanza comercial de Estados Unidos del mes de agosto constituyó la segunda noticia precursora de la caída bursátil. Su importancia es destacada por todos los analistas, pues de nuevo recordaba el límite de la expansión de la economía real. La falta de cooperación por parte de Alemania Occidental agudizó más aún los problemas de continuidad del crecimiento económico mundial y, a falta de ese crecimiento, el aumento de las cotizaciones bursátiles carecía, obviamente, de base.

Apoyándose en estos fundamentos, que manifestaban el divorcio alcanzado entre la economía real y la financiera, el triunfo de los «bajistas» fue espectacular, derrumbando las cotizaciones, inicialmente en Wall Street y después en todos los mercados, en cuantía sin precedente histórico, como antes se ha indicado.

Esa crisis de los mercados bursátiles iba a imponer así su lógica inexorable, obligando a los políticos a practicar los ajustes que se habían considerado necesarios una y otra vez por los técnicos, pero a los que no se había atendido suficientemente más que en la retórica de los comunicados de las reuniones internacionales celebradas, pero no en la práctica económica diaria. Por otra parte, la crisis bursátil abría una nueva fase de las políticas económicas de ajuste, dadas sus consecuencias sobre los procesos de la economía real.

La definición de una política económica debería, por tanto, contabilizar, a partir de octubre de 1987, como premisas de sus programas, el antiguo y profundo problema de los desajustes del comercio internacional, pero también los nuevos problemas que originaba una crisis bursátil que podía desembocar en una depresión mundial. Las distintas opiniones vertidas sobre la política económica, que condicionaban esas dos premisas de partida, ofrecen una serie de coincidencias, que pueden agruparse en los siguientes puntos:

• Aunque la situación actual sea incierta y las circunstancias que la definen cambiantes, su deslizamiento hacia una gran depresión puede contenerse *si* se adoptan un conjunto de políticas económicas que reduzcan los desequilibrios de la economía mundial, en el clima de una cooperación económica entre las distintas naciones.

• La crisis bursátil ha sido importante y sus efectos se han amplificado por la internacionalización de la vida financiera y por los procesos de innovación, desregulación y titularización. En especial, ha desempeñado un papel protagonista el uso masivo de la informática, que para muchos observadores se ha convertido en el gran acelerador de la caída de las cotizaciones. Sin embargo, la crisis bursátil era *esperada* como corrección técnica de las cotizaciones, dadas sus desviaciones respecto del mundo de la economía real. Por otra parte, la crisis bursátil ha sido limitada y no ha afectado, por ahora, ni a los títulos de renta fija ni a los mercados del oro ni a los de las materias primas.

• Aprendiendo las lecciones de la pasada gran depresión de los años 30, no se ha creado un «hambre» de liquidez en los mercados, pues ésta ha sido satisfecha por los bancos centrales, incluido el Bundesbank. Esta oferta de liquidez ha sido suficiente para evitar lo peor: un pánico por falta de liquidez, que impulsó la gran depresión de los años 30 tras la crisis bursátil del 29.

• Que la advertencia de los mercados de valores ha sido seria, y que fuerza a los políticos a actuar diligentemente y sin errores sobre las causas del desequilibrio económico mundial, las cuales se encuentran en los escenarios ya apuntados, en los que no caben dilaciones ni errores: en el déficit público americano, en la cotización del dólar y en la cooperación conjunta de Estados Unidos, Alemania Occidental y Japón, llamados a entenderse en un acuerdo más eficiente —por más extenso y comprometido— que los del Plaza y el Louvre (9).

• Que la crisis bursátil no ha sido en vano: su presencia impone unos costes, que no son pocos, al desarrollo económico inmediato de los países occidentales (10).

III. LA REDUCCION DEL DEFICIT-ENDEUDAMIENTO EN ESTADOS UNIDOS: ALTERNATIVAS Y POSIBILIDADES

Los tres principales problemas de la reducción del déficit-endeudamiento de Estados Unidos

Los efectos negativos del déficit-endeudamiento de Estados Unidos, denunciados inicialmente por los economistas, han terminado sancionándose por los mercados

de cambios y valores —como se ha indicado con anterioridad—, imponiendo así dramáticamente la necesidad de su tratamiento, al que deben acompañar las decisiones tantas veces reiteradas a lo largo de este trabajo (coordinación de las políticas económicas de Alemania Occidental y Japón, nueva paridad del dólar).

Esa reducción del déficit y el endeudamiento públicos americanos debe realizarse en un contexto económico actual que ya no es el expansivo anterior a la crisis bursátil del mes de octubre de 1987. Ese es el comprometido escenario en el que debe analizarse y discutirse la posibilidad y la conveniencia de la reducción del déficit y el endeudamiento públicos norteamericanos.

Es importante distinguir en este análisis la existencia de tres problemas diferentes:

1. La voluntad *política* de reducir el déficit y el endeudamiento estadounidenses.

2. La posibilidad de lograr ese objetivo, esto es, los *medios técnicos* que se han aplicado o pueden aplicarse en la hipótesis de que se cuente con la voluntad política de reducir el déficit y el endeudamiento públicos.

3. *La conveniencia económica* o no de esa reducción del déficit y endeudamiento públicos en la etapa económica actual, presidida por la crisis bursátil de octubre de 1987 y por sus temidas y probables consecuencias recesivas sobre la economía real.

Exponer el contenido de esos tres problemas dará su argumento a esta tercera y última parte del presente trabajo.

La reducción del déficit-endeudamiento estadounidense: Las dificultades políticas

Las dimensiones del déficit estructual americano están condicionadas —como ya se expuso anteriormente— por tres variables: 1) Cortes tributarios concedidos por la *Economic Recovery Tax Act* de 1981. 2) Dinámica del gasto público (distinto de los pagos por intereses). 3) Aumento de los pagos por el interés de la deuda pública acumulada.

La dialéctica utilizada por la política fiscal contenida en la llamada «revolución de la economía de oferta» actuaba con toda beligerancia y concreción sobre las fuerzas del déficit, aplicando una estrategia muy definida. El corte de los impuestos constituía la condición necesaria para estimular el crecimiento económico y forzar a los representantes políticos a un ajuste de los gastos públicos, alterando así su inercia histórica. Esa obligación parlamentaria de ajustar el presupuestos de gastos a los menores y estimulantes impuestos se trató de reforzar —sin éxito— con la limitación constitucional del crecimiento de los ingresos y el equilibrio del Presupuesto (Resolución Conjunta 58 del Senado americano de 1981).

Está claro, por tanto, que la reducción del déficit público, vista desde la Administración pública de Estados Unidos, cuenta con una dificultad ideológica inicial de importancia decisiva, y es la de que debe conseguirse sin elevar la presión fiscal. Esta fue la promesa de la *reaganomics* y su contribución más destacada a la política económica. Manejar, por tanto, la elevación de la presión fiscal como remedio del déficit público equivale a contrariar una de las ideas mejor vendidas y más expuestas durante el mandato de Reagan. Se comprende, en consecuencia, su oposición política a esta alternativa para remediar el déficit público.

Abandonada esa alternativa para reducir el déficit, sólo quedaba disponible la actuación consistente en quebrar las tendencias del crecimiento del gasto público (distintas de los pagos de interés, que estaban previamente comprometidos por los déficit y la deuda acumulados). Para comprender las dificultades de actuar en esa dirección es preciso conocer dos datos: la regulación jurídica del procedimiento presupuestario de Estados Unidos y las tendencias vigentes en el gasto público que había que quebrar.

El procedimiento presupuestario de aprobación del gasto público sufrió una reforma importante con la *Congressional Budget Impoundment Control Act* de 1974. Esta disposición varió el papel economizante de las *House Appropiation Committee*, cuyas subcomisiones habían podado tradicionalmente todas las partidas de exceso de gasto público. La nueva organización reforzaba la competencia planificadora del Parlamento, pero es opinión unánime que desatendía la disciplina en materia de gastos públicos, que quedaba considerablemente relajada. Por otra parte, esa nueva ordenación presupuestaria en Estados Unidos renunciaba a observar la norma del equilibrio presupuestario.

La nueva ordenación del Presupuesto llegaba a Estados Unidos cuando las tendencias crecientes del gasto público habían acelerado su marcha y alterado su estructura. Desde 1970 los gastos de transferencia de la seguridad social, y otros programas so-

ciales, pasaron a desempeñar un papel dominante en el crecimiento del gasto público americano. De esta manera, los llamados programas de «derechos adquiridos» crecieron dentro del Presupuesto. El carácter de esas partidas de gasto público es el de ser «relativamente incontrolables», es decir, el de hipotecar la cuantía del gasto total, al asegurar su permanencia. Por razones evidentes de carácter político y aun moral, resulta muy difícil, por no decir imposible, reducir las cuantías de pensiones, subsidios de desempleo, gastos de sanidad. Pechman (1981) ha calculado que tres cuartas partes del gasto público norteamericano caen en esa categoría de «incontrolables», por lo que el margen político para reducir el gasto público es muy limitado. Si se tiene en cuenta, además, el objetivo político de Reagan de afirmar los gastos de defensa, se obtendrá el resultado final de un déficit público creciente.

Es en ese ambiente en el que cobra toda su importancia el intento de reformar el procedimiento presupuestario para recabar los *medios técnicos* que ayudasen en la empresa erizada de dificultades de controlar el déficit público.

Los medios técnicos como estímulos a la reducción del déficit y del endeudamiento públicos en Estados Unidos

El intento de dotar de medios técnicos al proceso presupuestario ha discurrido en Estados Unidos por la vía constitucional, con el propósito de limitar bien los ingresos, bien los gastos públicos, o lograr el equilibrio presupuestario. Asimismo, esas alternativas pueden combinarse entre sí, como sucedió con la Resolución Conjunta 58 del Senado norteamericano a la que nos referimos con anterioridad.

Las críticas a ese medio técnico para controlar y limitar el déficit público han sido numerosas, sembrando un amplio escepticismo sobre su viabilidad. A las limitaciones de esa alternativa técnica me he referido por extenso en un trabajo publicado en PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA (Fuentes Quintana, 1985) y a él remito al lector interesado. Recojamos aquí el hecho de que las debilidades de esa tendencia residen —como han afirmado Olson (1980) y Suits y Fisher (1985)— en su dudosa *eficacia operativa*, pues el cumplimiento de esa norma puede eludirse por múltiples procedimientos: acudiendo a gastos extrapresupuestarios, sustituyendo los gastos públicos por gastos fiscales o por créditos, o bien trasladando los gastos públicos a la sociedad en forma de gastos privados mayores. Por otra parte, si la norma constitucional se incumple, ¿cómo se sanciona su incumplimiento? El final de esa norma, si no se observa, sería el desprestigio de los preceptos constitucionales, que debe evitarse —como destaca Musgrave (1981)— en toda sociedad democrática. La experiencia norteamericana de algunos estados —como el de Michigan— ratifica, como han demostrado Suits y Fisher (1985), esas críticas al valor operativo de la enmienda constitucional.

Han sido esas críticas generales y la experiencia de esa norma técnica las que han abierto la otra vía, consistente en la *consolidación del déficit*, propuesta por Martin Anderson (1985), y a la que responde la Ley Gramm-Rudman-Hollings. Anderson afirma que no resulta posible cumplir con la norma constitucional de limitación de ingresos y gastos, o equilibrio presupuestario, sin acabar *antes*, de forma progresiva y regulada, con el déficit público existente, y en ese sentido propuso reducciones anuales de 35.000 millones de dólares, de modo que en el plazo de cinco años podría llegarse a un Presupuesto equilibrado. En definitiva, se trataba de definir un procedimiento transitorio, posible de llevar a la práctica, para llegar a reducir el déficit público. Esta fue la idea que inspiró la Ley Gramm-Rudman-Hollings. La Ley obliga al Presidente —como ya se ha indicado con anterioridad— a observar los topes de déficit fijados. Al Congreso se le exige igualmente que las decisiones parlamentarias no sobrepasen los límites establecidos por el déficit. Si el déficit presupuestario estimado sobrepasara la cuantía fijada, el Presidente está obligado a promulgar una orden de reducción *(Sequester Order)* por el importe de las cantidades establecidas. Promulgada la orden para la reducción del Presupuesto, ambas Cámaras, si no están de acuerdo con los recortes del gasto, que tienen que ser proporcionales (tanto la parte civil como militar del gasto público), pueden elaborar una propuesta alternativa para la reducción del gasto público o para elevar los ingresos públicos. La posibilidad de llegar a este compromiso en el marco del límite del déficit prefijado ante la presión de la *Sequester Order* constituye uno de los objetivos centrales de la Ley Gramm-Rudman-Hollings. Las reducciones proporcionales no deben considerarse una conclusión obligada de la Ley, sino más bien una solución de urgencia para cuando no resulta posible llegar a un acuerdo entre Presidente y Congreso.

¿Qué problemas presenta esta

alternativa de control del déficit público? Dos fundamentalmente:

• Los referentes a su *lógica económica*. La reducción del déficit puede resultar contraproducente si, en el proceso de su reducción, se produjera una caída de la actividad económica. Se impediría así que el Presupuesto ayudara a la recuperación de la economía incurriéndose en una «acción paralela» que reforzaría la caída de la coyuntura. La Ley Gramm-Rudman-Hollings prevé esa contingencia y admite la reducción del déficit público programado con ese fin.

• Su *capacidad funcional* para conseguir su propósito de limitar el déficit público. La Ley Gramm-Rudman-Hollings admitió la existencia de lo que antes se han denominado gastos «relativamente incontrolables» que quedan excluidos de las reducciones proporcionales previstas en la Ley. En su tramitación parlamentaria, el campo de esos gastos «irreductibles» fue creciendo, y se extendió finalmente a la seguridad social, intereses de la deuda pública y obligaciones derivadas de los gastos de defensa que tienen garantizada su cuantía. Hoy esos gastos «irreductibles» han sobrepasado el 50 por 100 del total presupuestado. Por ello, las reducciones proporcionales afectan a una *parte* del Presupuesto que no es la que tiene más fuerza expansiva. En tales circunstancias, en las áreas restantes sometidas al recorte presupuestario no es extraño que decaiga la disposición a una colaboración constructiva para reducir el déficit. La búsqueda de expedientes como la venta de activos públicos testimonia el escape de la reducción de los gastos a la Ley Gramm-Rudman-Hollings. De ahí se sigue la decepción ante los resultados conseguidos por su aplicación, cuya mejora reclama la ampliación funcional de la aplicación de la Ley, bien extendiéndola a más gastos públicos o bien posibilitando el aumento de los impuestos, hasta ahora negado por las mayorías políticas en el Parlamento.

Esas debilidades funcionales de la Ley Gramm-Rudman-Hollings son las que han llevado a los decepcionantes resultados de su aplicación para el ejercicio de 1987, con una permanencia del déficit público que traducirá inevitablemente sus consecuencias sobre los mercados de cambios y de valores, como ha sucedido en los días finales de 1987 (11). La caída libre y brusca del dólar —sanción última de esas limitaciones en el tratamiento del déficit público— apunta con claridad los peligros que hoy acechan a la economía mundial.

La conveniencia económica de la reducción del déficit público ante la amenazante recesión económica mundial

La falta de coordinación de las políticas económicas occidentales, y su consecuencia: el cambio de coyuntura que abre la crisis de las bolsas de valores de octubre del 87, obligan a preguntarse por los efectos de la caída bursátil sobre la economía real y a abrir la inquietante pregunta de si los peligros de una depresión no estarán próximos. Es evidente que cualquier pronóstico sobre el futuro que esos hechos definen tiene más de fantasía que de predicción económica. Sin embargo, nadie niega hoy que la recesión económica —en forma de caída en el ritmo de crecimiento a tasas inferiores a las actuales— está en el horizonte inmediato de la economía mundial (1988-1989), pues no es concebible —como ya se ha indicado anteriormente— que pérdidas de cotización en las bolsas de valores como las registradas no influyan sobre la propensión al consumo de las familias (a través del «efecto riqueza» negativo que supone la pérdida del valor de sus carteras de títulos) y sobre la confianza y expectativas de inversión de los empresarios.

¿No se corre el riesgo, en esta circunstancia, de que una reducción del déficit público americano enfríe más aún las expectativas de consumidores y empresas y nos lleve al largo invierno de una depresión? De ese peligro han advertido algunos economistas radicalmente fieles al keynesianismo, como Robert Eisner, actual Presidente de la American Economic Association, que considera los recortes presupuestarios para reducir el déficit público «como un regreso a la política económica de Hoover, que en los años 30 asoló América con una depresión», o como Paul Davidson, editor del *Journal of PostKeynesian Economics*, que ve en la disminución del déficit «el modo de aumentar las tendencias recesivas de la economía y llevarnos a otra gran depresión». Curiosamente, esas opiniones se han dado la mano con las de los economistas opuestos, es decir, con las de los llamados «economistas de oferta», que estuvieron en la primera hora de la política fiscal de Reagan defendida en la *Economic Recovery Tax Act* de 1981. Así, Paul Craig Roberts (1987), hablando por todos ellos, ha afirmado que el déficit público no ha causado los problemas actuales de la economía americana, sino que los ha causado la política monetaria, y que elevar la imposición para cuadrar el Presupuesto llevaría de nuevo a Estados Unidos hacia la zona prohibitiva de la «curva de Laffer», con sus efectos negativos sobre

UNA CARTA DEL PROFESOR MEADE

Bajo el título «En tiempos de crisis puede resultar útil un análisis keynesiano» («In economic turmoil, a Keynesian analysis may be helpful»), el *Financial Times* publicó la siguiente *carta al Director*.

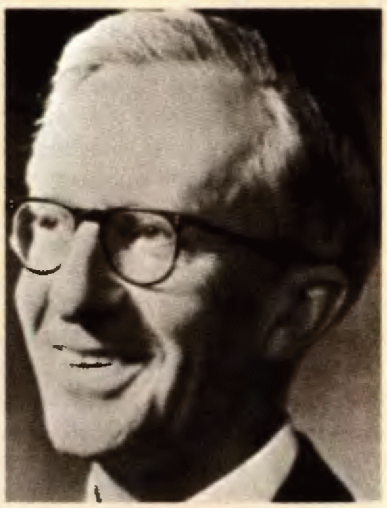
Señor: Durante algunos años los Estados Unidos han seguido una política de despilfarro, con un ahorro inadecuado para financiar sus necesidades de capital en el interior, incluido un importante déficit presupuestario. Esto ha exigido una política monetaria restrictiva, con altos tipos de interés que contuvieran la demanda de recursos y que atrajeran fondos adicionales del exterior.

La entrada de capitales así originada llevó a una apreciación del dólar que abarató las importaciones de Estados Unidos y que, por el contrario, encareció las exportaciones americanas, estimulándose de este modo la importación y obstaculizando la exportación. Así, durante un cierto número de años, Norteamerica ha estado absorbiendo más de lo que permitía su renta, contando con la llegada de mercancías extranjeras para compensar la diferencia. El déficit de la balanza de pagos se ha hecho más incómodo en la medida en que ha debido proseguir el endeudamiento no sólo para financiar el exceso de importaciones, sino también para pagar los intereses de la vieja deuda. El interés compuesto es algo terrible. Las gallinas se han metido en casa para comer.

Antes del *crack* de la Bolsa los Estados Unidos podían haber llevado a cabo una reestructuración gradual de su economía, elevando los impuestos poco a poco y/o reduciendo el gasto público, flexibilizando *pari passu* la política monetaria. La reducción acompasada de los tipos de interés hubiera tenido algunos efectos inflacionistas al estimular la demanda de bienes y servicios y al fomentar la inversión en equipo. Pero lo más importante es que habría contenido o habría hecho retroceder la entrada de capitales de fuera. Esto habría depreciado el dólar y habría aumentado la demanda mundial de productos norteamericanos, en competencia con los procedentes de otros países, tales como Japón y Alemania. Ese incremento de la demanda exterior habría hinchado la demanda global de productos americanos.

La razón básica para una acción conjunta de elevación de impuestos y de reducción del gasto hubiera sido desactivar esos efectos inflacionistas de una política de dinero barato. En el mundo exterior, países industriales como Japón y Alemania habrían tenido que hacer frente a los efectos deflacionistas de una disminución de la demanda extranjera de sus productos exportables. Para compensar esa situación, dichos países se habrían visto obligados a estimular la demanda interna a través de una gradual, pero substancial, flexibilización (*relaxation*) de su propia política financiera. Toda la estructura mundial de los tipos de interés podría haber resultado paulatinamente aligerada.

La presente caída, a escala mundial, de las bolsas de valores, introduce de repente un elemento deflacionista adicional. Los inversores privados deberán renunciar a ciertos gastos y, lo que es más importante, se verán frenados o anulados muchos proyectos industriales por falta de confianza o por dificultades en la atracción de fondos. Es muy difícil saber cuál puede ser el peso de estas influencias deflacionistas. Pueden ser menores o pueden ser substanciales. Pero esta incertidumbre no altera en modo alguno la necesidad de depreciar el dólar para hacer frente a los productos de otros países, y aumenta la conveniencia de reducir los tipos de interés y/o los impuestos en países como Alemania y Japón para compensar la disminución de las exportaciones a Norteamérica.



J. MEADE

En los Estados Unidos, la urgencia de reducir el déficit presupuestario es ahora menor, porque el efecto deflacionista de la caída de la Bolsa compensará total o parcialmente los efectos inflacionistas de la mejora de la balanza de pagos.

Sea como fuere, los países industriales, incluyendo los Estados Unidos, deberían hacer un uso flexible de las políticas monetaria y fiscal, con vistas a conseguir, simultáneamente, a) un control de la no deseable inflación o deflación del valor monetario de su producto interior, y b) la consolidación de un estado de cosas que haga imposibles los desastrosos efectos de una política de despilfarro. Estructuralmente, para el largo plazo, esto supondría la necesidad ineludible de reducir el déficit presupuestario norteamericano, objetivo al que deberían consagrarse todos los sacrificios. Esto haría posible que se restableciera la confianza. Ahora bien, por las razones señaladas más arriba, los requerimientos a corto plazo, y por primera vez desde hace muchos años, aconsejan la mayor cautela (*a more cautious wait-and see attitude*) por lo que se refiere al endurecimiento de la política fiscal.

El *crack* de Wall Street de 1929 se convirtió en una grave depresión a causa de la desgraciada política monetaria restrictiva, consecuencia de un deficiente sistema bancario. Estemos alerta ahora ante la posibilidad de que el *crack* de 1987 pueda convertirse en una calamitosa crisis por no saber acertar el momento en que deba llevarse a cabo la necesaria reforma estructural del sistema fiscal de Estados Unidos (*necessary structural reform of USA fiscal arrangements*).

J. Meade
Little Shelford, Cambridge.

la actividad económica. Estos alegatos en favor de un déficit mayor deben ser cuidadosamente valorados, sin pasión partidista ni prejuicios académicos. Creo que es eso lo que ha realizado, en forma magistral, el premio Nobel de la profesión, James E. Meade, en una carta enviada al *Financial Times*, que se ofrece en el recuadro de la página anterior. Meade llama la atención sobre la marcha criticable de la política fiscal americana que ha culminado en el déficit público actual. Una marcha que debió ser detenida hace algún tiempo para prevenir los desequilibrios que anunciaba, y que, efectivamente, se han producido, sobre las corrientes de intercambio. Pero ese déficit público tiene un significado distinto antes y después de la crisis de los mercados de valores de octubre de 1987. Meade pide, en esta circunstancia, un uso más flexible de las políticas fiscal y monetaria americanas, una coordinación con las políticas de Alemania y Japón y una nueva paridad del dólar, peticiones unánimes estas dos últimas realizadas por los economistas y desatendidas por los políticos desde hace años, e insiste en diferenciar el déficit público en sus dos componentes: *estructural* (permanente y registrado cuando la economía alcanza su tasa de crecimiento potencial) y *coyuntural* (transitorio y debido a la caída de la actividad económica). Es este último un déficit público que no debe temerse en las circunstancias actuales, mientras se aplican las medidas pertinentes para reducir el déficit estructural del Presupuesto, con lo cual puede suceder que el déficit *total* aumente aunque se reduzca el componente *estructural*.

* * *

Cuando se repasan los problemas actuales desde la perspectiva singular y privilegiada que abre el déficit público estadounidense, una conclusión domina sobre cualquier otra, y es la falta de una política económica que coordinase realmente las medidas tantas veces pedidas a los gobiernos para tratar los problemas económicos de nuestro tiempo. A esta coordinación se le han tributado siempre los honores retóricos de los comunicados finales de las reuniones de las cumbres económicas recientes o de los acuerdos del Plaza o del Louvre. Pero una cosa ha sido la retórica y otra los hechos, que han continuado impasibles, sin modificación apreciable alguna. La pérdida del liderazgo americano en la política económica y la incapacidad de los restantes países para hacer lo que decían en sus declaraciones ha ido creando una desconfianza creciente en los mercados, que han sancionado con sus caídas violentas su cansancio y hastío ante la falta de decisiones de la política económica. Esa es la peligrosa situación en la que hoy vivimos. «Estamos —como afirma Stephen Marris (1987)— en una carrera entre lo que *hagan* los políticos y lo que *hará* el mercado. Si los políticos no avanzan hacia la coordinación efectiva, lo harán los mercados, y no de forma grata, porque las reacciones de los mercados tienden a exagerar y a imponer resultados costosos». Es ese coste el que se ha empezado a pagar por las distintas economías nacionales. En esta circunstancia, si los políticos que lideran la economía mundial continúan sin ofrecer el testimonio de que son capaces de afrontar constructivamente, con hechos, los problemas que plantean los desequilibrios actuales, el futuro caerá del lado de la recesión sancionada por los mercados. Quizás sea este temor la única esperanza para que la voluntad política termine por responder a las necesidades de la economía de Occidente.

NOTAS

(*) Agradezco los comentarios realizados por Victorio Valle, José Luis Raymond y José Manuel González-Páramo a un primer borrador de este artículo. Sin embargo, soy el único responsable del resultado final y, por tanto, de los errores que pueda contener.

(1) Al lector interesado en el conocimiento de las bases del crecimiento del gasto público en una democracia y su propensión al déficit, expuestos por los teóricos de la elección pública, me permito remitirle a cuanto expongo en mi manual de *Hacienda Pública*, imp. R. Blanco, Madrid, 1987, Vol. I, págs. 219 y ss..

(2) Los rasgos más destacados de esta reforma fiscal se exponen detalladamente en el trabajo del profesor Albi «Propuestas tributarias actuales: la experiencia internacional», publicado en PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, núms. 30/31, páginas 42 y ss.

(3) La razón fundamental de ese desequilibrio del comercio internacional, según se afirma en el texto, se halla, para la mayor parte de los análisis realizados, en la elevación del dólar entre 1980 y principios del 85. Ello no significa que no existieran otros factores coadyuvantes. Figuran entre ellos: la caída de las exportaciones a Latinoamérica, derivada de la crisis de la deuda externa iniciada en 1982, y la mejora de la productividad agrícola en China, que disminuyó las exportaciones americanas a ese país. Pero estos factores —como destaca Feldstein (1987)— no pueden equipararse a los efectos derivados de la apreciación del dólar.

(4) Debe acentuarse la importancia de las cursivas del texto, ya que es el carácter *estructural* del déficit, y no el déficit coyuntural, el que se asocia con el aumento de los tipos de interés a largo plazo y a ese aumento con el alza del dólar, causante decisivo del desequilibrio exterior. La necesidad de operar con déficit *estructurales* y la evidencia de sus efectos sobre los tipos de interés se expone en el trabajo de J. R. Barth, G. Iden y F.S. Russek: «Do Federal Deficit Really Matter», trabajo publicado en *Contemporary Policy Issues*», volumen III (1984-85). En el mismo sentido, acentuar la importancia de las variables estructurales al analizar sus efectos sobre los tipos de interés, se halla el trabajo de F.D. Leeuw y T.M. Holloway: «The Measurement Significance of the Cyclically Adjusted Federal Budget and Debt», J.M.C.B., Vol. 17, 1985, en el que se demuestra la correlación existente entre las variaciones de la deuda pública federal corregida de las influencias coyunturales y los tipos de interés.

Un buen resumen de la controversia suscitada por estos efectos del déficit es el que se contiene en el *Informe de la OCDE sobre Estados Unidos* (1985), págs. 58 y ss.

(5) Ese crecimiento más intenso de la economía americana tuvo, como se indica en el texto, una causa importante en las medidas fiscales, que contribuyeron, con otras variables, a elevar el rendimiento interno de las empresas americanas, reduciendo el tipo marginal de imposición sobre las inversiones nuevas (en especial, las realizadas en viviendas). Por otra parte, la política fiscal permite en Estados Unidos la deducción de los intereses ligados a gastos de consumo, lo que no sucede en los principales países europeos, comportamiento que alentó los gastos de consumo y la recuperación más intensa de la economía americana respecto de las principales de Europa. De esta manera, las empresas norteamericanas pudieron pagar los intereses más elevados a los que empujaba su demanda y —como fuerza fundamental— los déficit estructurales a largo plazo del Presupuesto.

La reforma fiscal de 1986 ha variado esa situación favorable de las inversiones, al aumentar los tipos marginales sobre las nuevas inversiones por el juego combinado de la eliminación de los gastos fiscales con los menores tipos de gravamen. Estos puntos se desarrollan detenidamente en los análisis presentados por la OCDE en sus estudios sobre Estados Unidos (1985-1986).

(6) Debe destacarse la importancia de la asimetría de la coyuntura europea y americana como causa de los desequilibrios del comercio internacional y del déficit del comercio de Estados Unidos. Esa asimetría de las situaciones coyunturales —americana y europea— limita los efectos de un crecimiento de la demanda exterior sobre los Estados Unidos, todo lo cual hace que la corrección del déficit americano precise de un ajuste *adicional* del dólar además del relanzamiento de la demanda en los países europeos y en Japón.

(7) Todas las cifras consignadas en el texto son las ofrecidas por la OCDE en su último *Informe* sobre Estados Unidos (1986).

(8) El cambio en la vida financiera que esos hechos consignados en el texto han producido ha sido tan intenso que bien puede afirmarse que su fisonomía tiene poco que ver con la de años anteriores, y tan cercanos, como los años 70. El mundo financiero ha abandonado así las intervenciones cautelares, que —implantadas en los años de la depresión— han llegado hasta la década de los 70. Las fuerzas claves de ese cambio han sido la desregulación (o liberalización) y la innovación financiera. Este cambio se relata con detalle y brillantez en el excelente discurso de ingreso en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas del profesor Sánchez Asiaín: «Reflexiones sobre la Banca, los nuevos espacios del negocio bancario» (1987). Estos dos últimos factores (desregulación, innovación) han sido responsables de la fortísima expansión financiera registrada en los años 80, cuyos movimientos se han despegado en gran parte de los de la economía real. Todo ello ha planteado dos problemas graves, que la crisis bursátil ha revelado: la discutible eficacia de las corrientes financieras en la administración de los recursos y el aumento de la fragilidad del sistema financiero, que ha incurrido en riesgos para los que no se ha dispuesto de un sistema de supervisión eficiente.

(9) En su reciente intervención en el 40º aniversario del GATT, Paul Volcker ha afirmado que resulta urgente aprender la lección que nos enseña el colapso de los mercados de valores, y esa lección es la de actuar en los escenarios que se indican en el texto: «Si no se realiza una concertación internacional para reducir los desequilibrios del comercio exterior, la alternativa será la brusca y destructiva reacción de los mercados, que aumentará los riesgos de recesión o de inflación, minando las oportunidades de negociaciones comerciales constructivas... Un esfuerzo de ajuste es la respuesta precisa, lo que supone la adopción de una disciplina convincente y perseverantemente perseguida sobre el déficit público de Estados Unidos y un estímulo interno sobre las economías con elevado superávit. La salud y la vitalidad de un comercio libre dependen, asimismo, de la fijación de un tipo de cambio realista basado sobre los equilibrios de la economía interna, de los que es consecuencia. Si estos problemas del desequilibrio interno e internacional no se tratan con fortuna, el mundo correrá el riesgo de incumplir los criterios de liberalización del comercio aprobados por el GATT y de regresar a un empobrecedor bilateralismo».

(10) Resulta difícil evaluar las consecuencias de la baja de las bolsas de valores y del dólar. Su signo, sin embargo, está claro, pues tanto el consumo (sobre todo en Estados Unidos, más dependiente de las carteras de valores) como las expectativas de inversión se verán afectados negativamente. En Europa estos efectos se registrarán a partir de su transmisión por Estados Unidos y por la caída del dólar en

el mercado de cambios. Toda previsión sobre las tasas de crecimiento de la economía a partir de los movimientos de esas variables es aventurada. La OCDE la ha concretado a finales de 1987 en casi medio punto del PIB para el año 1988 y en medio punto más en 1989, pero no se descarta que la frágil situación actual dé lugar a nuevas caídas en la actividad económica, ya que la crisis de los mercados de cambios y valores dista de haberse cerrado.

(11) Los resultados finales de la negociación Congreso-Presidente para la reducción del Presupuesto de 1988 han terminado por producir un déficit real previsto de 155.000 millones de dólares, mayor que el de 148.000 millones de dólares de 1987. Es esa peculiar conclusión la que ha motivado el comentario irónico del *Financial Times*: «¿Cuándo una reducción del déficit público es un aumento del mismo? Respuesta: Cuando la reducción del déficit público es norteamericana».

REFERENCIAS

ACKLEY, G. (1982): «You can't Balance the Budget by Amendment», *Challenge*, noviembre/diciembre

ANDERSON, M. (1985): «The Budget Amendment, Not so Crazy after All», en *New York Times*, 30-VIII.

BARTH, J. M.; G. R. IDEM y F. S. RUSSEK (1987): «Las consecuencias económicas de los déficit federales: un examen de la problemática sobre la riqueza neta e inestabilidad». Lectura para el Seminario sobre «La Nueva Era de la Deuda Pública» en la Universidad Internacional Menéndez Pelayo, Santander, julio.

BARRO, R. (1974): «Are Government bonds net wealth?», *Journal of Political Economy*, noviembre, 82.

— (1987): «Budget Deficit, only a minor crisis», *Wall Street Journal*.

BEEMAN, B. W. J.; J. S. S. DREYER y P.N. Van de WATER (1985) «Dimensions of the Deficit Problem», en P. Cagan: *The Economy in Deficit* (Essays in Contemporary Economic Problems, 1985) Washington, D.C., Londres.

BENNET, J.T., y TH. J. DILORENZO (1983): *Underground Government: The Off-Budget Public Sector*, Cato Institute, Washington.

BLANCHARD, O., (1985): «Debts, deficits and finite horizons» *Journal of Political Economy*, 93, abril.

— (1987): «Reaganomics», *Economic Policy*, octubre

BLANCHARD, O., y L. SUMMERS (1985): «Perspectives on high world real interest rates», *Brookings Papers on Economic Activity*.

BLANCHARD, O. y R. DORNBUSCH (1986): «U.S. deficits, the dollar and Europe», en O. Blanchard, R. Dornbusch y R. Layard (ed.): *Restoring Europe's prosperity, MIT Press*, Cambridge.

BLINDER, A. (1984): «Reaganomics and growth: the message in the models», en C. Hulten e I. Sawhill (eds.): *The Legacy of Reaganomics*, Urban Institute, New York.

BLINDER, A. S., y HOLTZ-EAKIN, D. (1984): «Public opinion and the Balanced Budget», *American Economic Review*, mayo.

— (1987): «Deficit, Deuda pública tipos de interés y ahorro privado: Perspectivas y reflexiones sobre análisis recientes y sobre la experiencia estadounidense». Lectura para el Seminario sobre «La Nueva Era de la Deuda Pública» en la Universidad Internacional Menéndez Pelayo, Santander, julio.

BOSWORTH, B. (1985): «Taxes and the Investment Recovery», *Brookings Papers on Economic Activity*.

BRANSON, W. (1985): «Causes of appreciation and volatility of the dollar», *NBER Working Paper*, 1777.

BRANSON, W. H.; A. FRAGA, y R. W. JOHNSON (1986): «Expected Fiscal Policy and the recession of 1982», en M. H. Peston y R. E. Quandt (eds.): *Prices, Competition and Equilibrium*, Barnes and Noble, New York.

BUCHANAN, J. M. (1967), *La Hacienda Pública en un proceso democrático*, versión castellana de J. R. Alvarez Rendueles y M. Ollero Izard, Aguilar, Madrid.

— y G. TULLOCK (1979), *El cálculo del consenso*, versión castellana de J. Salinas, Ed. Espasa-Calpe, Madrid.

CARRON, A. S. (1981): «Fiscal Activities Outside the Budget», en *Setting National Priorities The 1982 Budget*, J. Pedman (ed.), Brookings Institution, Washington.

CHIRINKO, R. S. y EISNER, R. (1983): «Tax policy and investment in major US macroeconomic economic models». *Journal of Public Economics*, 20.

DORNBUSCH, R. (1976): «Expectations and Exchange rate dynamics», *Journal of Political Economy*, diciembre.

— (1983): «Comment on floating Exchange rates after ten years», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.

— (1986a): «Dollars, Debts and Deficits», MIT Press, Cambridge.

— (1986b): Comentario al trabajo de Feldstein «The Budget Deficit and the dollar», en NBER «Macroeconomic Annual. 1986», Ed. MIT Cambridge.

— (1987): «The Case against Protectionist policies», *Brookings Papers on Economic Activity*.

DUESENBERRY, J. S. (1985): «Focus on Spending would redeem Gramm-Rudman», en *The Wall Street Journal*, 21-X

EISNER, R. (1984): «Wich Budget Deficit? Some Issues of Measurement and their Implications», *American Economic Review*, mayo.

EVANS, P. (1985): «Do large deficits produce high interest rates?», *American Economic Review*, 75, marzo.

— (1986): «Is the Dollar high because of large budget deficits?», *Journal of Monetary Economics*. Washington D.C.

EXECUTIVE OFFICE OF THE PRESIDENT. OFFICE OF MANAGEMENT & BUDGET: (1981): *Fiscal Year 1981 Budget Revisions*, Washington D.C.

FELDSTEIN, M. (1980): «A contribution to the theory of tax expenditures: The case of charitable giving», en H. Aaron y M. Boskins, (eds.): *The Economics of Taxation*, The Brookings Institution.

— (1982): «Inflation, Tax rules and investment: Some econometric evidence». (The 1980 Fisher-Schultz Lecture of the Econometric Society), *Econometrica*, 50(4).

— (1983): «Why the Dollar is strong» en *Foreign Exchange Value of the Dollar*, Hearings before the Committee on Banking, Finance and monetary Policy, House of Representatives, octubre 1985 (reimpreso en *Challenge Magazine*, 1984).

— (1985): «American Economic Policy and the World Economy», *Foreign Affairs*, 63, Verano. Versión castellana en PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA», n.° 24.

— (1986a): «U.S. Budget deficits and the European economies: Resolving the Political Eco-

nomic Puzzle», *American Economic Review*, 76, mayo.

— (1986b): «The Budget Deficit and the dollar», *NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press, Cambridge.

— (1986c): «New Evidence on the Effects on Exchange Rate Intervention». National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, número 2052.

— (1987): «Correcting the Trade Deficit», *Foreign Affairs*, primavera.

FELDSTEIN, M., y L. SUMMERS (1978): «Inflation, tax rules and the long-term interest rate», *Brookings Papers in Economic Activity*, 1 (enero).

FMI (1986): *World Economic Outlook*. Washington.

FOLKERS, C. (1986): «Das Dilemma des Defizits», *Finanzarchiv*, B.44.H.3.

FRENKEL, J. (1979): «On the mark: A theory of floating exchange rates based on real interest differentials», *American Economic Review*, 69, septiembre.

— (1982): «A test of perfect substitutability in the foreign exchange market», *Southern Economic Journal*, 49, octubre.

FRENKEL, J. y A. RAZIN (1984): «The international transmission of fiscal error and budget deficits in the world economy», *NBER Working Paper*, 1527.

— (1986a): «The international transmission and effects of fiscal policies», *NBER Working Paper*, 1799.

— (1986b): «Fiscal Policies in the world economy», *Journal of Political Economy*.

FUENTES QUINTANA, E. (1985): «Hacienda Pública y Déficit». PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA, número 24.

— (1987): *Hacienda Pública*, Vol. I. Ed. G.º Blanco. Madrid.

FULLERTON, D. (1982): «On the possibility of an inverse relationship between tax rates and government revenue», *Journal of Public Economics*, 19.

HERBER, B. P. (1985): «United States Fiscal Policy during 1985: Structural Deficits, Tax Reform and Federalism in Transition», en *Finanzarchiv*, N. F. Bd. 43.

HULTEN, C. y O'NEILL, J. (1982): «Tax Policy», en J. L. Palmer Klyh e I. Sawhill (eds.): *The Reagan Experiment*, Urban Institute, New York.

KENYON, D. A., y K. M. BANKER (1976): *Limitations on State Deficits*, The Council of State Governments, Lexington, Kentucky, abril.

KNIGHT, MALCOLM y MASSON, P.R. (1985): «Fiscal Policies, Net Savings and Real Exchange Rates: The United States, Japan and the Federal Republic of Germany», documento presentado a la conferencia del NBER sobre «International Aspects of Fiscal Policies», diciembre.

KRUGMAN, P. (1985): «Is the strong dollar sustainable?», *NBER Working Paper*, 1644.

MCKINNON, R. (1984): An international standard for monetary stabilization». *Policy Analyses in International Economics*, n.° 8. Institute for International Economics.

MARRIS, S. (1985): *Deficits and the Dollar: The World Economy at Risk*, Ed. IIE. Washington.

— (1987): «The deficits and the dollar», *Herald Tribune*, 24.X.

MEESE, R. y K. ROGOFF (1985): «Was it real? The exchange rate-interest differential relation, 1973-1984», *NBER Working Paper*, 1732.

MUSGRAVE, R. A. (1981), «Levianthan Cometh or does not?», publicado en *Tax Expediture limitations*, ed. H.F. LADD y N. TIDEMAN, Urban Institute Press, Washington.

NISKANEN, W. A. (1971), *Bureaucracy* ed. Aldine, Chicago.

OCDE (1985): «Etats-Unis». París.

— (1986): «Etats Unis». Paris.

OLSON, M. (1980): «Is the Balanced Budget Amendment another form of prohibition?» en W. S. Moore y R. G. Penner (eds.): *The Constitution and the Budget*. American Enterprise Institute, Washington.

PECHMAN, J. R. (1981): *Setting National Priorities. The 1981 Budget*.

PLOSSER, C. (1982): «Government financing decisions and asset returns», *Journal of Monetary Economics*, 9, mayo.

PRICE, R. W. R. y P. MULLER (1984): «Structural Budget indicators and the interpretation of fiscal policy stance in OCDE economies», en *OCDE Economic Studies*, 3, otoño.

ROBERTS, P. C. (1987): «Europe's dangerous obsesion», *Financial Times*, 11-XI.

SACHS, J. (1985): «The Dollar and the policy mix: 1985», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.

SACHS, J., y C. WYPLOSZ (1984): «Real exchange rate effects of fiscal policy», *NBER Working Paper*, 1255.

SAMUELSON, P. A. (1985): «Una evaluación de la "Reaganomics"», PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA, n.° 24.

SÁNCHEZ ASIAÍN, J. A. (1987): «Reflexiones sobre la Banca», Discurso de recepción en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas.

SCHULTZE, CH. L. (1980): «Politics and Economics of a Balanced Budget Amendment», en W. W. Moore y R. G. Penner (eds.): *The Constitution and the Budget*, American Enterprise Institute, Washington.

SCHICK, S. S. (1980): *Congress and Money*, Washington, D. C.

SHEPSLE, K. A. (1982) : «The Budget will a Constitutional Amendment Help?», *Challenge*, julio-agosto.

STOCKMAN, D. (1986): *The triumph of politics*, Harper & Row, Nueva York.

STUBBELEBINE, W. C. (1980): «Balancing the Budget versus limiting spending», en W. S. Moore y R. G. Penner (eds.) *The Constitution and the Budget*, American Enterprise Institute, Washington.

SUITS, D. B. y FISHER, R. C. (1985): «A balanced budget constitutional amendment: economic complexities and uncertainties», *National Tax Journal*, vol. 38, n.° 4.

SUMMERS, L. (1986): «Why is the unemployment rate so very high near full employment?», *Brookings Papers on Economic Activity*.

U. S. COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS (1981): *Economic Report of the President*, Washington.

— (1985): *Economic Report of the President*, Washington.

WAGNER, R. E.; R. D. TOLLISON; A. RABUSHKA, y J. T. NOONAN (1986): *Balanced Budgets, Fiscal Responsability and the Constitution*, Cato Institute, Washington.

WEICHER, J. (1986): «The Reagan domestic budget cuts: proposals, outcomes and effects», en P. CAGAN (ed.), *The impact of the Reagan program*, American Enterprise Institute, Washington.

WILDAVSKY, A. (1979): *The politics of the budgetary process*, Little Brown & Co., Boston.

— (1980): *How to limit Government spending*, University of California Press, Berkeley.

LA DEUDA PUBLICA Y LA POLITICA FISCAL EN LOS PAISES EN DESARROLLO

Vito TANZI y Mario I. BLEJER (*)

I. INTRODUCCION

EN los últimos años, el crecimiento del gasto público ha generado déficit públicos cuantiosos en la mayor parte de los países, produciendo un incremento de la cuota que la deuda pública representa en el producto interior bruto (PIB). Esto ha sucedido tanto en los países industrializados como en los países en desarrollo. Con excepción de algunos países pequeños, como Irlanda, Dinamarca y algún otro, el aumento de la deuda pública en los países industrializados ha sido principalmente interior. En los países en desarrollo, por otra parte, la deuda pública ha sido, en su mayor parte, exterior, si bien algunos países, como Brasil y Méjico, han acumulado también deudas interiores de considerable cuantía.

La deuda pública impone restricciones sobre las políticas económicas en todos los países. No obstante, estas restricciones tienden a ser diferentes en función de los plazos de vencimiento de la deuda y de la circunstancia de que ésta sea en su mayor parte interior o externa. Tiene también importancia la cuota de la deuda concesionaria en la deuda total de un país, dado que los costes del servicio de esta deuda son inferiores.

Una parte significativa de la deuda de los países en desarrollo tiene ciertos elementos concesionarios, en tanto que la deuda de los países industrializados se ha contratado, generalmente, sobre bases comerciales.

Este artículo es, en cierta medida, ecléctico. Se propone someter a un amplio examen algunas cuestiones relacionadas con la deuda de particular relevancia para los países en desarrollo y ofrece, de forma resumida, datos esenciales que no son fácilmente accesibles. Esta información revela algunas tendencias sorprendentes.

Por necesidad, en un artículo dedicado a los países en desarrollo debe aislarse un cierto grupo representativo, dado que sería difícil ocuparse de todos ellos. Se han elegido varias muestras posibles. Sin embargo, a la vista de la importancia concedida en los últimos años al plan Baker, hemos creído que una posibilidad obvia consistiría en concentrarse en los quince países mencionados en el discurso pronunciado por el Secretario Baker en las reuniones anuales del Banco Mundial/FMI que tuvieron lugar en Seúl en 1986. Vamos a referirnos a ellos como los «países Baker». Este grupo comprende los países en desarrollo más endeudados.

En la próxima sección examinaremos la naturaleza de la relación existente entre los déficit públicos y la acumulación de deuda pública.

En la sección III se analizan las limitaciones y restricciones que la presencia de un elevado nivel de deuda pública establece para la práctica de la política fiscal.

En la sección IV se consideran otros efectos macroeconómicos de la deuda pública.

Por último, en la sección V se exponen los resultados de un análisis econométrico de los determinantes de las variaciones en la deuda externa y en la carga de intereses sobre las obligaciones externas para los quince países Baker.

II. EL DEFICIT PUBLICO Y LA DEUDA PUBLICA

Los déficit públicos son requisitos previos para la acumulación de deuda pública, dado que normalmente la emisión de títulos públicos procede de la necesidad de financiar la diferencia existente entre ingresos y gastos. Sin embargo, la existencia de déficit no supone necesariamente que la cuota que la deuda pública representa en el PIB vaya a crecer a lo largo del tiempo. Si un déficit público se financia totalmente mediante subvenciones exteriores o por medio de una expansión monetaria, la deuda pública no sólo no crecería sino que, de hecho, podría caer en relación al PIB. Otras variables tienen también importancia en esta relación. Por ejemplo, la tasa de crecimiento de la economía y el tipo de interés real de la deuda pública existente son variables que desempeñan un papel significativo. El horizonte temporal es también relevante. Si los déficit son perfectamente cíclicos, en el sentido de que se convierten en superávit durante los años de expansión, no se producirá ninguna acumulación de la deuda ni expansión del *ratio* deuda/PIB.

La primera pregunta básica que debe formularse en este contexto hace referencia a las motivaciones que han producido un crecimiento de la deuda pública. Esta pregunta puede recibir varias respuestas, algunas de las cuales son más importantes que otras para los países en desarrollo. Las principales razones o justificaciones que, tradicionalmente, se han mencionado en la literatura para explicar o justificar el crecimiento de la deuda pública son las siguientes:

a) Financiación de las guerras. Las guerras requieren un crecimiento agudo, si bien transitorio, del gasto público. Así pues, tiene sentido financiar al menos una parte del incremento del gasto por medio de la venta de títulos de deuda, en vez de acudir a la imposición. En los países industrializados, históricamente, ésta ha sido una de las principales razones de fuertes acumulaciones de deuda pública, como sucedió en el Reino Unido durante las guerras napoleónicas y en Estados Unidos durante la guerra civil y las dos guerras mundiales.

b) Financiación del desarrollo. La acumulación de deuda pública puede derivar de la necesidad de financiar un «empujón fuerte» del desarrollo económico. El hecho de que, en una determinada fase de su desarrollo económico, un país inicie un programa de gasto en infraestructura cuantioso podría, quizás, justificar el recurso a la financiación con deuda, siempre y cuando la tasa de rendimiento esperado de los proyectos de desarrollo supere el coste del endeudamiento. En otras palabras, si las inversiones de capital son eficientes, presumiblemente fomentarían un crecimiento futuro suficiente para reembolsar la deuda generada para su financiación con cargo al incremento de los ingresos futuros. Un razonamiento similar a éste justifica el endeudamiento por parte de las empresas eficaces y, en ocasiones, se ha utilizado para justificar niveles de déficit y endeudamiento elevados por parte de los países en desarrollo.

c) Disponibilidad de crédito a bajo coste. El elevado endeudamiento de los países en desarrollo entre los años 1974 y 1980 podría justificarse por la disponibilidad de crédito a bajo coste. Dados los bajos tipos de interés reales existentes a lo largo de este período, estaba justificado el recurso de estos países al crédito con el objeto de fomentar y financiar numerosos proyectos con tasas de rendimiento esperado superiores a los costes reales que, por aquel entonces, generaban los fondos recibidos por este procedimiento. Fue posible entonces encontrar numerosos proyectos que superaban el test coste-beneficio, dado el bajo nivel de los tipos reales de interes.

d) Poder del sector público en el mercado. El endeudamiento del sector público en los países en desarrollo puede justificarse sobre la base de la posición especial del sector público como prestatario. El sector público puede tomar fondos prestados en el extranjero a tipos de interés inferiores a los aplicados a los prestatarios privados, dado que disfruta de un riesgo percibido inferior y toma sumas más elevadas, reduciendo así los costes de administración. Los prestatarios privados habrían pagado tipos más elevados si hubiesen tomado prestados directamente los fondos. Este arbitraje por parte del gobierno incrementa su deuda *bruta*, si bien puede no incrementar inmediatamente su deuda *neta* si, a continuación, los fondos se prestan al resto de la economía. Pero dado que, con frecuencia, estos préstamos ulteriores suelen realizarse con tipos de interés subvencionados, no pocas veces, en buena medida, y al menos parcialmente, la deuda pública bruta se convierte en deuda neta. Y, naturalmente, el hecho de que tanto las empresas públicas como las privadas puedan recurrir a estos créditos fuertemente subvencionados reducirá su prudencia a la hora de seleccionar los proyectos y concederá más relevancia al papel desempeñado por las consideraciones políticas en esa selección.

e) Asunción de la deuda del sector privado. En una serie de países en desarrollo, particularmente en América Latina, una fuente importante de los incrementos en el nivel de deuda pública ha sido la «nacionalización» de obligaciones del sector privado. En numerosos países, el sector público ha asumido la deuda en la que han incurrido empresas del sector privado, incluyendo las instituciones financieras. En algunos casos, las obligaciones del sector privado habían sido originalmente garantizadas por el sector público, pero en muchos otros el sector público asumía la deuda para evitar impagos masivos que podían haber ocasionado amplias perturbaciones a la economía interior y una gran pérdida de solvencia en el extranjero (1).

f) Financiación del gasto corriente. En muchos casos, el sector público se ha endeudado para financiar su consumo, con el objeto de obtener beneficios políticos a corto plazo mediante el incremento de las subvenciones o del empleo público, sin necesidad de elevar los ingresos interiores. Los beneficios políticos derivados por el sector público del gasto financiado por deuda eran in-

mediatos, en tanto que el reembolso de la deuda se situaba siempre a años de distancia en el futuro y, por consiguiente, sería un problema para otros gobiernos. Este motivo de la elección pública ha desempeñado, sin duda alguna, un papel esencial en el crecimiento de la deuda pública.

Algunas de las razones anteriores explican la aparición de niveles elevados de deuda pública. Sin embargo, no explican por qué normalmente los países industrializados se han endeudado en el interior de sus fronteras en tanto que los países en desarrollo, con frecuencia, lo han hecho en el extranjero. A fin de ofrecer una respuesta a esta pregunta, debemos proceder a un repaso de las fuentes de financiación disponibles para el sector público en cualquier año dado. Esta es una cuestión importante, dado que clarifica las diferencias básicas existentes entre los países industrializados y los países en desarrollo. En todos ellos, la principal fuente de financiación del gasto público son los ingresos corrientes, una gran parte de los cuales proceden de la imposición. Normalmente debería esperarse de los impuestos que cubriesen una cuota sustancial del gasto público. Sin embargo, existen numerosas restricciones sobre el nivel de los ingresos tributarios que puede recaudar un país. Estas restricciones pueden tener su carácter político, estructural, administrativo o puramente social y tienden a ser mucho más inflexibles en los países en desarrollo que en los industrializados. Por esta razón, el *ratio* impositivo promedio de los países en desarrollo tiende a ser mucho menor, generalmente menos de la mitad, que el de los países industrializados (véase Tanzi, 1985).

La experiencia indica que resulta enormemente difícil incrementar de forma significativa el nivel de imposición de los países en desarrollo, al menos a corto o medio plazo. Entre los países en desarrollo, nunca en la historia se ha incrementado el *ratio* impuestos/PIB en diez o, incluso, veinte puntos porcentuales en el espacio de uno o dos decenios, o en varios puntos porcentuales en el período de unos pocos años, hecho que, sin embargo, se ha registrado en países desarrollados. En aquellos países en desarrollo en los que han tenido lugar incrementos del *ratio* de los impuestos respecto del PIB, éstos han sido relativamente pequeños. Más aún, en algunos de estos países y, particularmente, en aquellos que tienen niveles elevados y crecientes de deuda pública, este *ratio* ha llegado, incluso, a experimentar una caída a lo largo del tiempo.

Al igual que sucede en los países industrializados, los países en desarrollo pueden tratar de explotar el ahorro interior por medio de la venta de títulos de renta fija en el mercado interno. Esta posibilidad, sin embargo, es muy limitada, y sólo algunos países en desarrollo han sido capaces de financiar proporciones elevadas de sus gastos por medio de incrementos de la deuda interna (2). En esta posibilidad, ninguno de los países en desarrollo ha logrado el éxito alcanzado por los países industrializados. Las razones de este resultado son: *a)* las pequeñas dimensiones del mercado interno de capitales y la falta de desarrollo de los intermediarios financieros (3); *b)* el alto riesgo de impago y riesgos políticos percibidos por los compradores potenciales de los títulos (4); *c)* las políticas de tipos de interés aplicadas con frecuencia en estos países, que han limitado la libertad de los tipos de interés y su libre fijación por el mercado, dando lugar en ocasiones a tasas *reales* negativas y, por consiguiente, carentes de atractivo para las inversiones financieras interiores, y *d)* el deseo de limitar el efecto expulsión del sector privado de un mercado financiero ya de por sí pequeño. En varios casos en que el déficit se ha financiado con deuda interior, se ha hecho por medio de alguna modalidad de concesión forzosa de préstamos, lo que inevitablemente contiene un elemento de imposición. De forma similar, una parte del déficit se ha financiado en otras ocasiones atrasando pagos en el interior. Pero aunque estos atrasos normalmente vienen a ser un incremento del pasivo público, no se recogen en las estadísticas de la deuda pública. En cualquier caso, los atrasos interiores, pese a ser importantes en un año dado, no pueden importar, acumulativamente, más de unos pocos puntos porcentuales del PIB a lo largo del tiempo.

Las fuentes de financiación del gasto público que se han mencionado no son directamente inflacionistas, si bien esta conclusión debería matizarse en varios sentidos. Por ejemplo, los incrementos de los impuestos pueden afectar a los costes y los precios y, si se aplican mecanismos de indiciación, con el tiempo pueden afectar también a la tasa de inflación. Los atrasos pueden incidir sobre los precios a los que los proveedores suministran los bienes al sector público. Los títulos de renta fija interiores pueden influir en la tasa de inflación si alcanzan una elevada liquidez y, con ello, conducen a una reducción de la demanda de dinero.

Junto a las fuentes (presumiblemente no inflacionistas) anteriores, el gasto público puede financiarse por medio de una expansión monetaria,

que tenderá a ejercer una influencia inflacionista (5). La financiación inflacionista puede proporcionar al sector público los recursos financieros que le permitan adquirir una determinada cantidad de bienes y servicios y, aparentemente, le libera de las restricciones que la imposibilidad de incrementar los impuestos o de colocar los títulos de renta fija en el mercado imponen sobre el gasto. No obstante, la cantidad total de recursos (expresada en cuota del PIB) que el sector público puede adquirir por medio del impuesto inflacionista tiene un límite y, si el sector público lleva la tasa de inflación más allá del mismo, de hecho, terminará obteniendo unos recursos reales inferiores. Este proceso es algo sobradamente conocido (véase Cagan, 1956). Sin embargo, lo que no es tan conocido es el hecho de que la cantidad máxima de recursos que puede obtenerse por medio de la financiación inflacionista no constituye una indicación del gasto público adicional *neto* que puede financiarse con esta fuente. La razón de ello es que, normalmente, la mayor dependencia de la financiación inflacionista, reducirá otras fuentes de ingresos. Esto tiene una gran importancia para los impuestos, pero también la tiene para la financiación mediante la emisión de títulos de deuda. En relación con los impuestos, teniendo en cuenta los hechos de que, normalmente, existen retardos en la recaudación, de que algunos impuestos gravan al contribuyente con tipos específicos y de que los impuestos sobre la renta progresivos no desempeñan un papel de gran importancia en los países en desarrollo (de forma que no existe una rémora fiscal significativa), la consecuencia final es que, con frecuencia, se produce una pérdida en los ingresos tributarios reales asociada con la aceleración de la inflación (6) (véase Tanzi, 1978). Además, la aceleración de la tasa de inflación tiende a incrementar el riesgo de la tenencia de activos financieros (en particular si no se encuentran plenamente indiciados) y puede reducir la demanda real de los títulos de renta fija representativos de la deuda (7).

En la exposición precedente se han subrayado las motivaciones para la financiación con deuda y la especial importancia que las fuentes externas adquieren en los países en desarrollo, importancia que, con frecuencia, no tienen en los países industrializados, dada la disponibilidad de otras fuentes. ¿Cuáles han sido las consecuencias inmediatas de la financiación exterior del déficit público? Esta financiación puede adoptar formas diversas, como por ejemplo: *a)* subvenciones; *b)* préstamos concesionarios; *c)* préstamos para el desarrollo de proyectos; *d)* crédito de proveedores, y *e)* préstamos comerciales (para más detalles, véase Tanzi, 1985). Las subvenciones y los préstamos concesionarios son muy atractivos, pero no gratuitos. En ambos casos, los costes son a menudo políticos. El crédito de los proveedores y los préstamos para el desarrollo de proyectos pueden contener elementos concesionarios pero, asimismo, pueden tener costes ocultos que los hacen menos deseables de lo que se supondría contemplando su coste explícito. Por ejemplo, pueden obligar a los países a realizar compras en mercados donde los suministros no sean más económicos o carezcan de la calidad deseable, y pueden también tentar a los países a modificar la estructura de sus presupuestos de inversión debido a la disponibilidad de financiación para proyectos específicos y, frecuentemente, menos deseables.

En los últimos años, la más importante fuente de financiación externa del gasto público la han constituido los préstamos comerciales. Estos préstamos tienen distintos vencimientos, y tipos de interés variables o fijos, y han desempeñado un papel esencial al permitir a los países en desarrollo mantener sus niveles de gasto público más elevados de lo que hubiera sido posible con el solo recurso a fuentes interiores. Así pues, es probable que hayan contribuido al crecimiento del sector público de los países en desarrollo. Como podrá apreciarse en la sección V del presente artículo, el crecimiento del endeudamiento con préstamos comerciales hasta 1981 fue extraordinario. Tanto el factor oferta como el factor demanda han determinado este crecimiento.

En los años 70, el crecimiento de la financiación con deuda de la banca comercial se hallaba limitado principalmente por consideraciones de demanda. Los superávit de la OPEP proporcionaban una gran liquidez a los bancos comerciales, obligándolos a competir entre sí a la hora de conceder créditos a los países en desarrollo. En este período, no era raro que un ministro de Hacienda de un país en desarrollo se viese abordado por representantes de varios bancos comerciales europeos portadores de ofertas de préstamos. Esto constituía una tentación tremenda, dado que hacía que la financiación de un mayor gasto público pareciese casi gratuita. México, Brasil, Venezuela y muchos otros países pudieron obtener prácticamente todo el crédito externo que quisieron a tipos de interés muy bajos. El gasto público y la deuda exterior crecieron, básicamente, en línea con la demanda

de ese crédito por parte de estos países. El endeudamiento externo servía al doble fin de financiar la brecha presupuestaria y el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente. Así pues, se produjo una sustancial transferencia neta de recursos de los países industrializados a los países en desarrollo.

En los años 80, la situación experimentó un cambio radical. Los superávit de la OPEP comenzaron a desaparecer, el tipo de interés real aumentó y los costes del servicio de la deuda pública acumulada en el período anterior se hicieron extremadamente elevados, en particular en los países con *ratios* de deuda a PIB elevados. Comenzaron a plantearse dudas sobre la capacidad de los países en desarrollo para hacer frente al servicio de sus deudas y comenzó a incrementarse el riesgo percibido asociado con un mayor riesgo de los bancos privados. Finalmente, el crecimiento del endeudamiento externo se vio limitado por la oferta de crédito. La banca comercial pasó a adoptar una actitud reacia al incremento de los préstamos a los países en desarrollo o, incluso, reacia también a aceptar la renovación automática de la deuda vencida. Combinado todo ello con un tipo de interés real mucho más elevado, que reflejaba también en parte el aumento del riesgo, la dirección del flujo neto de recursos se invirtió. Los recursos netos comenzaron a trasladarse de los países en desarrollo a los industrializados. Durante este período reciente, los países en desarrollo se han visto enfrentados a la necesidad de generar superávit sustanciales por cuenta corriente, a fin de estar en condiciones de cumplir sus obligaciones de pago de la deuda exterior.

III. LA DEUDA PUBLICA Y LAS RESTRICCIONES DE LA POLITICA FISCAL

Traslademos ahora la atención hacia las restricciones que la existencia de una deuda pública elevada supone para la política fiscal. Centremos nuestro análisis en la política fiscal, pero, obviamente, no debe olvidarse que también se producen restricciones sobre otras áreas de la política económica. Un examen detallado de esta cuestión haría deseable analizar las limitaciones ocasionadas por la existencia de cuatro situaciones distintas: a) cuando los activos representativos de la totalidad de la deuda pública se encuentran en el interior del país; b) cuando se encuentran, en su totalidad, fuera del país; c) cuando la fuga de capitales es una preocupación de importancia, y d) cuando los ciudadanos de un país están ya en posesión de un volumen de activos importantes en países extranjeros, que se les puede incitar a repatriar. Limitaciones de espacio nos impiden examinar estas cuatro alternativas; por consiguiente, nuestro análisis tendrá una naturaleza más general.

La primera restricción obvia de la política fiscal, asociada con la existencia de un volumen de deuda pública elevado, es la consecuencia directa de la necesidad de hacer frente al servicio de la deuda. El sector público debe efectuar los pagos de los servicios de la deuda, es decir, tanto por intereses como por amortizaciones. Para un nivel dado de ingresos y gastos públicos sin intereses, el incremento de los pagos de intereses ocasionará un aumento de la dimensión del déficit público. Esto plantea inmediatamente una cuestión que ha atraído una cierta atención en escritos recientes, esto es: la necesidad de establecer una distinción entre pagos de intereses nominales y reales; o, contemplándolo desde un ángulo diferente, la necesidad de distinguir un déficit medido convencionalmente y el déficit ajustado por la inflación. Cuanto mayor sea la tasa de inflación prevista (y, por consiguiente, cuanto mayor sea el tipo de interés nominal) e igualmente, cuanto mayor sea el *ratio* de deuda a PIB, tanto mayor tenderá a ser el diferencial entre la medida convencional del déficit y la medida ajustada teniendo en cuenta la inflación (8). No es éste lugar para analizar los pros y contras de estos dos enfoques alternativos de la medición del déficit público. Pueden exponerse razones por las que se preferiría depender de una medida más que de la otra. Los autores se han dividido en dos bandos: el de los que no efectuarían ningún ajuste en el déficit medido por el procedimiento convencional y el de aquéllos que piensan que sólo un déficit ajustado para tener en cuenta la inflación proporciona una medida significativa de la corrección fiscal que un país requiere (9). En cualquier caso, el incremento de la factura de intereses tenderá a provocar un aumento de la financiación necesaria para cubrir la brecha fiscal; así pues, cuando el endeudamiento adicional deje de ser una posibilidad viable, obligará al país o bien a reducir su gasto público sin intereses o a incrementar los impuestos. Es ésta una restricción fundamental impuesta por una deuda cuantiosa sobre la política fiscal, restricción que puede tener efectos importantes para el crecimiento potencial de la economía.

Un problema observado en muchos países que se han visto obligados a reducir el gasto público es que, con frecuencia, la reducción del gasto sin intereses que tiene lugar no obedece a consideraciones de eficiencia tanto como a la conveniencia política. De este modo, países que se han visto obligados a ajustar su gasto público sin intereses han: *a)* reducido los salarios en lugar del empleo público; *b)* reducido la inversión en lugar del gasto corriente; *c)* reducido las inversiones financiadas interiormente, mientras mantenían los proyectos de inversión financiados por avalistas extranjeros, pese a la menor productividad de estas inversiones, y *d)* reducido los costes de la asistencia social en lugar de los derechos a las prestaciones. El resultado neto de esas decisiones ha sido una estructura del gasto público menos favorable para el crecimiento.

Algunos países han tratado también de ajustar el mayor gasto público asociado con el incremento de los pagos de intereses mediante un aumento de los impuestos, pero, por lo general, no han tenido mucho éxito en este propósito. En cualquier caso, el temor a fugas de capitales ha reducido las posibilidades de incrementar los impuestos sobre la renta y el patrimonio. Así, se han incrementado los derechos de importación, los impuestos sobre la exportación y los indirectos, especialmente los que gravan el consumo y los combustibles. Y si bien es cierto que el incremento de los impuestos indirectos no es, necesariamente, perjudicial para la economía, la elevación de los impuestos que gravan el comercio exterior aumenta con frecuencia las distorsiones y, con ello, reduce el potencial de crecimiento del país.

La existencia de una deuda pública elevada ha hecho también que las administraciones públicas se viesen presionadas para reducir las subvenciones que a menudo proporcionan a las empresas públicas. De nuevo, en este punto, el resultado ha sido con frecuencia un incremento de los precios más que un recorte del empleo o una mayor preocupación por la eficacia. Dado que los problemas de las empresas públicas se debían a menudo a unas plantillas excesivas y una gestión deficiente, el incremento de los precios puede revalidar las ineficiencias existentes.

Aunque se considera que únicamente los pagos de intereses contribuyen al déficit, todo el servicio de la deuda externa, incluyendo tanto los intereses *como* las amortizaciones, contribuyen a los desembolsos públicos totales o a lo que, en ocasiones, se denominan las necesidades de endeudamiento del sector público. Si los pagos de las amortizaciones pudiesen refinanciarse plenamente por medio de préstamos iguales obtenidos con condiciones similares, estas amortizaciones no ocasionarían dificultades a la política fiscal. Sin embargo, cuando cambia el clima financiero, bien sea debido a variaciones en el riesgo asociado con la concesión de préstamos al país en cuestión o debido a un cambio en el clima financiero internacional, el coste de los préstamos recibidos puede aumentar hasta el punto de que, a menudo, el endeudamiento necesario para pagar las amortizaciones o la reestructuración de la deuda existente incrementa los costes por intereses. Esto es especialmente cierto cuando el país es incapaz de pagar siquiera los intereses debidos y, por consiguiente, comienza a registrar atrasos en sus pagos de intereses. En este caso, los atrasos constituyen un procedimiento automático de financiación del interés impagado, que forma parte del déficit. No obstante, es probable que incrementen el coste del endeudamiento futuro, elevando así los déficit futuros y provocando una mayor restricción del gasto público sin intereses.

IV. EFECTOS MACROECONOMICOS DE LA DEUDA PUBLICA

La existencia de un gran volumen de deuda pública tiene consecuencias no sólo para la gestión de la política fiscal, sino también para otras áreas de la política macroeconómica. Estas implicaciones pueden analizarse mejor si consideramos por separado los efectos de la deuda pública sobre el sector exterior y sobre la economía interior, a través de la incidencia sobre la eficacia de la política monetaria y sobre la determinación de los precios esenciales de la economía.

1. Implicaciones para el sector exterior

Cuando la mayor parte de la deuda pública se compone de obligaciones frente al extranjero, nos enfrentamos al doble problema de estimar el impacto de la deuda viva no sólo sobre el presupuesto, sino también sobre la balanza de pagos. Un gran volumen de deuda externa suele exigir un superávit comercial final, a fin de generar las divisas necesarias para hacer frente al servicio de la deuda. Esto es particularmente cierto cuando existen di-

ficultades para renovar el volumen de deuda, dado que, en este caso, los recursos exteriores son necesarios para pagar el principal, además de los intereses.

Los superávit comerciales pueden alcanzarse por distintos procedimientos, tales como: *a)* restricciones de las importaciones, imponiendo sobre las mismas derechos más elevados y/o cuotas; *b)* introduciendo una política de tipo de cambio conducente a la generación de estos superávit; *c)* por medio de la reducción del nivel de actividad económica, que reducirá el volumen absoluto de importaciones; *d)* es también posible generar un superávit comercial fomentando las exportaciones por medio de subvenciones a la exportación, o *e)* a través de una fuerte devaluación real del tipo de cambio.

Estas alternativas no son gratuitas para la economía. Si bien el incremento de las exportaciones puede, ciertamente, ser la alternativa de ajuste preferible, cabe que no sea viable a corto plazo y que suponga costes fiscales considerables si se alcanza a través de subvenciones (10). Si el ajuste adopta la forma de reducciones de las importaciones, las consecuencias a largo plazo pueden ser graves. Especialmente cuando una gran proporción de las importaciones constituyen medios de producción, bienes de capital o materias primas importantes para el proceso productivo, las restricciones de las importaciones se traducen inevitablemente en una disminución de las inversiones y en un menor crecimiento de la economía, pudiendo crear una recesión y desempleo.

El ajuste que tuvo lugar después de la crisis de la deuda de principios de los años 80 fue, básicamente, de este tipo. En el cuadro n.° 1 se muestran los resultados del sector exterior de los quince países Baker.

En estos quince países, considerados de forma conjunta, la balanza comercial saltó de un déficit de 9.000 millones de dólares en 1978 a un superávit de más de 40.000 millones de dólares en 1984. Sin embargo, este resultado se derivó de una contracción de las importaciones del 4 por 100 entre 1981 y 1984, acompañada de una reducción de las exportaciones en un 5 por 100. Por consiguiente, la enorme transferencia de alrededor de 70.000 millones de dólares que tuvo lugar durante los tres años más recientes estuvo generada, básicamente, por una caída de las importaciones sin una mejora sustancial del rendimiento de las exportaciones. Más aún, la proporción de exportaciones necesarias para hacer frente a los pagos de intereses experimentó un incremento de más del 100 por 100 durante este período. No es sorprendente por ello que la tasa de crecimiento de muchos de estos países altamente endeudados haya sido relativamente baja e incluso negativa en los últimos años.

Además de la intervención de los precios en los mercados de importación y exportación, la necesidad de mantener superávit comerciales sustan-

CUADRO N.° 1

RESULTADOS EXTERIORES DE LOS PAISES BAKER 1978-84 (*)
(En millones de dólares de EE.UU. o como porcentajes)

Años	*Balanza comercial*	*Exportaciones*	*Importaciones*	*Pagos de intereses Exportaciones*
	(En millones de dólares de EE.UU.)			*(En %)*
1978	−9.075,82	71.028,21	80.104,03	9,75
1979	−1.855,32	95.671,14	97.526,46	10,86
1980	4.194,34	124.103,62	119.909,28	12,20
1981	−6.550,43	124.509,28	131.059,71	14,34
1982	2.821,09	111.907,02	109.085,93	17,62
1983	27.578,58	108.053,92	84.475,34	17,32
1984	40.762,72	117.328,45	76.642,60	20,82

(*) Países incluidos: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa de Marfil, México, Marruecos, Nigeria, Perú, Filipinas, Uruguay, Venezuela y Yugoslavia.
Fuentes: IFS y DRI.

ciales exige una política de tipo de cambio coherente con ese objetivo, es decir, una devaluación real de la divisa afectada y continuos ajustes, en particular en épocas de inflación, a fin de que el tipo de cambio real no se deteriore. Pero una política de estas características impone elevar también el valor, en moneda interior, de los pagos de intereses sobre la deuda externa, así como una carga presupuestaria adicional. En otras palabras, una devaluación real seguida de una política de mantenimiento de la paridad de poder adquisitivo provoca un incremento automático del volumen de deuda externa, con las consecuencias consiguientes para el servicio de la deuda.

Otro aspecto de este problema proviene de la necesidad que tienen los gobiernos de servir como garantes del sector privado en los mercados de capitales extranjeros. A consecuencia de la fuerte devaluación del tipo de cambio necesaria para generar los superávit comerciales, el sector privado, con frecuencia, no estará en condiciones de continuar haciendo frente al servicio de sus obligaciones contraídas en el extranjero (11), de modo que el sector público tendrá que intervenir. El servicio de la deuda garantizada provoca presiones presupuestarias adicionales que, en muchos casos, desembocan en una monetización y en nuevos efectos inflacionistas.

2. Implicaciones para la política monetaria

En aquellos casos en que al menos una parte de los títulos representativos de la deuda se mantienen en el interior del país, la presencia de una deuda pública cuantiosa impone una serie de restricciones sobre la capacidad de dirección de la política monetaria. La capacidad del sector público para financiar sus déficit tomando fondos prestados del sector privado interior está facilitada por su posición privilegiada en el mercado de capitales. Pero la cantidad de deuda que el sector privado está dispuesto a adquirir se encuentra limitada por el valor de sus activos, las oportunidades de inversión alternativas, su preferencia entre el consumo actual y el futuro y su previsión de la política económica futura. En estas circunstancias, el *ratio* que relaciona la deuda pública interior y el PNB, en el mejor de los casos, se mantendrá estable. Así, en términos reales, puede ser viable aumentar la financiación con deuda sólo a una tasa más o menos aproximada a la tasa de crecimiento de la economía. El único canal a través del cual el sector público puede incitar a un incremento en el *ratio* deuda/PNB es el consistente en ofrecer condiciones más atractivas, como tipos de interés más elevados, una mayor liquidez y vencimientos más favorables (12).

No obstante, debe mencionarse que la restricción que la necesidad de mantener unos tipos de interés reales elevados impone sobre la política monetaria se produce también cuando la mayor parte de la deuda pública no se encuentra suscrita en el interior del país. Esto es así porque, en presencia de una cuantiosa deuda exterior, las expectativas de devaluación del tipo de cambio tenderán a crear fuertes salidas de capitales, a menos que se ofrezcan tipos de interés atractivos al ahorro interno (13).

Por consiguiente, los volúmenes elevados de deuda, ya sea interior o exterior, suelen coexistir con tipos de interés elevados. Esta situación crea verdaderas dificultades políticas, dado que los tipos de interés elevados deben mantenerse en un momento en que es imprescindible limitar los salarios reales para facilitar el ajuste y el servicio de la deuda. Esto es algo que, sin duda alguna, tiene consecuencias sociales claras, dado que los trabajadores perciben esta política como injusta y tratarán de dificultar su aplicación por parte del gobierno.

3. El efecto sobre los precios esenciales

La presencia de una deuda pública cuantiosa y de los ajustes necesarios para hacer frente a su servicio tienen, como ya ha quedado expuesto, una clara incidencia sobre una serie de precios esenciales de la economía, incluyendo los tipos de interés reales, los salarios reales, las tarifas de los servicios públicos y los tipos de cambio. Lo característico de esta incidencia es que los precios que surgen durante el proceso de ajuste pueden ser muy diferentes de sus valores de equilibrio a largo plazo. Por ejemplo, si el superávit de la balanza comercial necesario para hacer frente al servicio de la deuda externa se genera por medio de un tipo de cambio muy depreciado, es probable que este tipo resulte, en términos reales, inferior al tipo de cambio real de equilibrio a largo plazo que se fijaría una vez solucionado el problema de la deuda, y mucho menor que el tipo vigente en la época en que el país estaba importando capitales.

Todas estas alteraciones tienen importantes consecuencias para la determinación de las inversiones de capital del sector público y, en términos más generales, para el programa de inversiones de un país. Por ejemplo, algunas inversiones que serían rentables al tipo de cambio de equilibrio a largo plazo dejarán de serlo a los tipos de cambio actuales. De hecho, este efecto ha creado varias dificultades para los presupuestos de inversión de muchos de estos países. Mientras que, a finales de los años 70, los presupuestos de inversión disfrutaban de un tipo de interés real muy bajo y de tipos de cambio sobrevalorados, en los años 80 han sufrido unos tipos de interés muy elevados y unos tipos de cambio infravalorados, resultantes de los elevados niveles de deuda pública. Inversiones que habían superado el test de rentabilidad en el período inicial se convirtieron en claramente no rentables en los años 80 (14). Esto plantea cuestiones en relación con los estándares o criterios que deben emplearse para determinar la conveniencia o no de acometer un gran número de programas de inversión y, en el caso de aquellos ya iniciados, determinar cuál es la política óptima para su continuación.

V. CUESTIONES EMPIRICAS SOBRE LA DEUDA PUBLICA EXTERIOR DE LOS PAISES EN DESARROLLO

El objeto de esta sección es considerar una serie de datos estilizados en relación con la evolución de la deuda pública exterior, analizar la carga que dicha deuda impone sobre las economías de los países afectados y presentar algunos resultados empíricos que confirman el análisis de las secciones anteriores sobre la importancia relativa del déficit público en la determinación de las diferentes medidas relacionadas con la magnitud de la deuda exterior.

Con el fin de ofrecer un marco coherente de las evoluciones relacionadas con la deuda exterior, vamos a concentrarnos en los quince países denominados «países Baker».

A fin de obtener una perspectiva del tema a un plazo más largo, analizaremos algunas tendencias y evoluciones del endeudamiento exterior durante el período 1970-84, período que registra cambios importantes en el entorno mundial general, así como en los resultados de los países deudores.

CUADRO N.° 2

ESTADISTICAS DE DEUDA PUBLICA
15 PAISES EN DESARROLLO, 1970-1984
(En millones de dólares de EE.UU.)

AÑO	*Deuda viva y desembolsada*			*Desembolsos anuales*		
	Total	*Acreedores privados*	*Acreedores oficiales*	*Total*	*Acreedores privados*	*Acreedores oficiales*
1970	17.420,00	7.947,50	9.472,50	3,910,70	2.308,50	1.602,20
1971	20.018,90	9.460,80	10.558,10	4.175,00	2.594,50	1.580,50
1972	24.444,00	12.317,70	12.126,30	6.498,20	4.423,90	2.074,30
1973	30.375,10	16.683,00	13.692,10	8.193,00	5.811,00	2.382,00
1974	39.900,90	23.247,60	16.653,30	11.719,00	8.285,80	3.433,20
1975	48.217,50	29.072,70	19.144,80	13.229,90	9.437,40	3.792,50
1976	62.190,50	40.930,60	21.259,90	18.314,80	14.970,20	3.344,60
1977	79.549,80	54.828,70	24.721,10	22.233,00	17.776,80	4.456,20
1978	104.603,30	75.348,20	29.255,10	33.473,60	28.906,50	4.567,10
1979	124.639,30	93.102,90	31.536,40	37.996,60	32.981,10	5.015,50
1980	143.226,10	107.651,70	35.574,40	34.777,60	28.032,20	6.745,40
1981	164.677,40	124.769,00	39.908,40	40.984,20	32.871,50	8.112,70
1982	193.270,00	148.778,30	44.491,70	41.759,80	33.015,80	8.744,00
1983	240.759,30	190.296,80	50.462,50	33.763,00	24.750,80	9.012,20
1984	269.134,10	210.918,30	58.215,80	26.583,30	17.086,80	9.496,50

Países incluidos: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa de Marfil, Ecuador, Mexico, Marruecos, Nigeria, Perú, Filipinas, Uruguay, Venezuela y Yugoslavia.
Fuente: Data resources Inc. Archivos sobre la deuda externa.

CUADRO N.° 3

DEUDA VIVA Y DESEMBOLSOS ANUALES: 15 PAISES EN DESARROLLO, TASAS DE CRECIMIENTO NOMINAL Y REAL
(En términos porcentuales) (*)

AÑO	Deuda viva			Desembolsos anuales: crecimiento nominal		
	Crecimiento nominal	Crecimiento deflactado por el valor unitario de las exportaciones	Crecimiento deflactado por la relación real de intercambio	Total	Acreedores oficiales	Acreedores privados
1971	14,92	13,90	17,58	6,76	—1,35	12,39
1972	22,10	16,71	20,57	55,65	31,24	70,51
1973	24,26	—7,47	7,67	26,08	14,83	31,35
1974	31,36	2,16	30,43	43,04	44,13	42,59
1975	20,84	41,25	58,00	12,89	10,47	13,90
1976	28,98	16,55	20,42	38,43	—11,81	58,63
1977	27,91	6,65	10,52	21,39	33,24	18,75
1978	31,49	38,84	48,42	50,56	2,49	62,61
1979	19,15	—3,91	9,30	13,51	9,82	14,10
1980	14,91	—7,72	4,80	—8,47	34,49	—15,01
1981	14,98	15,53	26,15	17,85	20,27	17,26
1982	17,36	10,45	11,70	1,89	7,78	0,44
1983	24,57	11,25	12,42	—19,15	3,07	—25,03
1984	11,79	1,85	3,24	—21,26	5,37	—30,96

(*) La relación real de intercambio se define como el índice de los valores unitarios de las exportaciones propias dividido por el índice de los valores unitarios de las exportaciones estadounidenses. Los datos deflactados son promedios ponderados para quince países en desarrollo, determinándose los factores de ponderación por la cuota representada por la deuda de cada país en la deuda total.

CUADRO N.° 4

ESTADISTICAS DE DEUDA PUBLICA: PAGOS DE INTERESES Y FLUJOS NETOS, 15 PAISES EN DESARROLLO, 1970-1984
(En millones de dólares de EE.UU.)

AÑO	Pagos de intereses			Transferencias netas (*)		
	Total	Acreedores privados	Acreedores oficiales	Total	Acreedores privados	Acreedores oficiales
1970	856,40	500,30	356,10	1,179,30	549,70	629,60
1971	941,60	552,10	389,50	1.271,60	730.40	541,20
1972	1.058,70	605,80	452,90	3.125,20	2.207,90	917,30
1973	1.530,00	938,30	591,70	3.379,80	2.512,20	867,60
1974	2.151,40	1.461,10	690,30	5.687,10	3.953,30	1.733,80
1975	2.949,30	2.073,20	876,10	5.807,20	4.069,10	1.738,10
1976	3.495,60	2.446,30	1.049,30	9.625,20	8.697,50	927,70
1977	4.389,80	3.136,60	1.253,20	11.225,00	9.678,00	1.547,00
1978	6.473,60	4.907,70	1.565,90	14.416,70	13.209,90	1.206,80
1979	9.807,00	7.913,70	1.893,30	11.297,50	10.757,10	540,40
1980	13.994,30	11.902,60	2.091,70	5.670,20	3.526,10	2.144,10
1981	16.931,30	14.649,60	2.281,70	8.301,50	5.376,50	2.925,00
1982	20.472,00	17.809,10	2.662,90	5.973,60	3.372,80	2.600,80
1983	19.762,30	16.957,40	2.804,90	1.282,80	—885,40	2.168,20
1984	24.274,30	20.943,00	3.331,30	—9.658,50	—12.351,70	2.693,20

(*) Las transferencias netas se definen como desembolsos netos de servicio de la deuda, es decir, desembolsos (pagos de intereses + reembolsos).
Fuente: Data Resources Inc. Archivo sobre la deuda externa.

1. Datos estilizados sobre la evolución de la deuda exterior

El cuadro n.° 2 muestra la evolución del total de la deuda viva y desembolsada para los quince países considerados, distinguiendo entre acreedores privados y públicos u oficiales (15). Asimismo, refleja la evolución de los desembolsos brutos anuales, tanto de fuentes privadas como públicas u oficiales.

La evolución del endeudamiento exterior de esta muestra de países presenta un enorme incremento: de 17.500 millones de dólares a 269.100 millones de dólares durante el período considerado de 15 años. Mientras que en 1970 el 55 por 100 de la deuda total se debía a instituciones públicas u oficiales, este porcentaje ha caído a menos de un 22 por 100 en 1984. Tal y como se indica en el cuadro n.° 3, la tasa promedio de crecimiento de la deuda total ha superado el 20 por 100 al año durante los años 70, y ha caído por debajo del 17 por 100 entre 1980 y 1984. Deflactada por las variaciones en la relación real de intercambio de los países implicados, la tasa de crecimiento de la deuda viva cayó de un promedio de 27 por 100 anual entre 1971 y 1975 a alrededor del 12 por 100 en el período 1980-84 (16). Esta reducción de la tasa de crecimiento del endeudamiento total se debió principalmente a una gran contracción de los desembolsos de nueva deuda después de 1982. Como se refleja en el cuadro n.° 3, la tasa de crecimiento de los nuevos desembolsos cayó de un incremento promedio del 30 por 100 anual en los años 70 a una contracción promedio de alrededor de 7,5 por 100 al año en los 80. Obsérvese, no obstante, que esta reducción de los nuevos desembolsos correspondió, en buena medida, a una contracción de la concesión de nuevos préstamos por parte de los acreedores privados (de alrededor del 10 por 100 al año), en tanto que los acreedores públicos u oficiales continuaron prestando, si bien menos que en el pasado.

Otro rasgo de importancia que debe observarse es el incremento continuo del importe de los pagos de interés efectuados por otros países. El cuadro número 4 muestra que los pagos de intereses aumentaron de menos de 1.000 millones de dólares en 1970 a más de 24.000 millones de dólares en 1984, lo que supone un incremento efectivo del tipo de interés pagado de un 5 por 100 a más del 9,5 por 100 (17). (Véase cuadro n.° 5). Este incremento representa un aumento del 90 por 100 en el interés efectivo pagado, pese a que el tipo de interés

CUADRO N.° 5

INTERES PROMEDIO SOBRE LOS NUEVOS COMPROMISOS Y TIPO DE INTERES EFECTIVO PAGADO (*), 1970-1984

AÑO	Tipo de interés sobre los nuevos compromisos			Tipo de interés efectivo pagado		
	Promedio	Acreedores privados	Acreedores oficiales	Promedio	Acreedores privados	Acreedores oficiales
1971	6,64	7,48	5,75	5,03	6,32	3,89
1972	6,59	7,41	5,63	4,74	5,53	3,98
1973	7,64	8,93	6,01	5,63	6,48	4,60
1974	8,70	10,15	6,24	6,15	7,35	4,53
1975	8,28	8,89	6,99	6,73	7,96	4,89
1976	7,80	7,96	7,32	6,36	6,98	5,19
1977	7,98	8,18	7,47	6,19	6,53	5,42
1978	9,19	9,91	6,74	7,01	7,47	5,75
1979	10,97	11,93	7,00	8,54	9,36	6,23
1980	11,86	13,17	7,84	10,44	11,82	6,23
1981	14,14	16,03	8,62	11,02	12,63	6,03
1982	12,88	13,95	9,78	11,42	12,97	6,29
1983	11,20	11,81	9,12	9,09	9,94	5,86
1984	10,76	12,04	9,04	9,52	10,43	6,13

(*) El tipo de interés efectivo se define como los pagos de intereses en el año (T) divididos por el promedio de deuda viva entre el año (T) y (T-1). Todos los datos son promedios ponderados para quince países en desarrollo, determinándose los factores de ponderación por la cuota de la deuda de cada país en la deuda total.

CUADRO N.° 6

RATIOS DE DEUDA VIVA Y PAGOS DE INTERESES A PNB, 15 PAISES EN DESARROLLO (*), 1970-1984
(En términos porcentuales)

AÑO	*Deuda viva y desembolsada/PNB*			*Pagos de intereses/PNB*		
	Total	*Acreedores privados*	*Acreedores oficiales*	*Total*	*Acreedores privados*	*Acreedores oficiales*
1970	10,07	4,59	5,47	0,49	0,29	0,21
1971	10,29	4,86	5,43	0,48	0,28	0,20
1972	11,11	5,60	5,51	0,48	0,28	0,21
1973	11,26	6,19	5,08	0,57	0,35	0,22
1974	11,13	6,49	4,65	0,60	0,41	0,19
1975	11,73	7,07	4,66	0,72	0,50	0,21
1976	13,28	8,74	4,54	0,75	0,52	0,22
1977	15,26	10,52	4,74	0,84	0,60	0,24
1978	17,34	12,49	4,85	1,07	0,81	0,26
1979	17,08	12,76	4,32	1,34	1,08	0,26
1980	16,69	12,55	4,15	1,63	1,39	0,24
1981	17,54	13,29	4,25	1,80	1,56	0,24
1982	22,86	17,60	5,26	2,42	2,11	0,32
1983	33,68	26,62	7,06	2,76	2,37	0,39
1984	36,84	28,87	7,97	3,32	2,87	0,46

(*) Promedio ponderado del *ratio* de cada uno de los países. Los factores de ponderación se determinan por la proporción de cada país en el PNB total.

promedio de los nuevos compromisos aumentó en alrededor del 60 por 100. Esta evolución refleja, al menos parcialmente, el gran cambio desde los créditos públicos u oficiales y, con frecuencia, pactados en condiciones favorables al crédito procedente de fuentes privadas.

El cuadro n.° 6 resume la incidencia de las evoluciones que han quedado mencionadas, al mostrar la carga de la deuda pública y los pagos de intereses en las economías de los países implicados. La deuda viva aumentó de un 10 por 100 del PNB en 1970 a más de un 36 por 100 a finales de 1984, incremento que se debe principalmente al aumento en seis veces del *ratio* del crédito de fuentes privadas al PNB. El incremento en la carga de pago de intereses en relación con el producto total de los países considerados se ilustra también en el cuadro número 6: los pagos de intereses aumentaron de menos de medio punto porcentual del PNB a un 3,3 por 100 de esta misma magnitud en 1984.

Una ilustración más dramática de las evoluciones relacionadas con la deuda externa de los quince países mencionados en el plan Baker la proporcionan las columnas de transferencias netas del cuadro n.° 4. Las transferencias netas (es decir, desembolsos netos de servicio de la deuda) indican la disponibilidad de ahorro extranjero transferido a través de la cuenta de capital. La combinación de un aumento de los pagos de intereses y una disminución de los desembolsos ha producido una transferencia neta negativa de alrededor de 10.000 millones de dólares en 1984 (que contrasta con una transferencia neta positiva de 14.400 millones de dólares en 1978). Probablemente, la caída de las transferencias netas y la salida de recursos de los países en desarrollo son los ejemplos más drásticos de las consecuencias de la crisis de la deuda de 1982. Sin embargo, es importante observar que las transferencias netas negativas proceden de fuertes salidas de recursos para hacer frente al servicio de la deuda exterior contraída con acreedores privados mientras los acreedores públicos continúan siendo prestamistas netos a un nivel similar al de principios de los años 80.

El cuadro n.° 7 proporciona indicaciones adicionales de la magnitud de la carga impuesta por la deuda pública exterior, comparándose en él las magnitudes de volúmenes y flujos. Mientras los nuevos desembolsos importaban más del 30 por 100 de la deuda viva a finales de los años 70 (correspondiendo casi el 40 por 100 de ellos a acreedores privados), en 1984 representaban menos del 10 por 100 del volumen de deuda. Una vez más, esta reducción de los desembolsos en relación

con la deuda viva se explica única y exclusivamente por la reducción de las concesiones de nuevos préstamos por parte de los acreedores privados. Todavía más importante es el uso potencial de los flujos de entrada anuales. Como se refleja en el cuadro, más de un 90 por 100 de los nuevos créditos se vieron compensados por los flujos de salida de los pagos de intereses en 1984. Llama la atención el hecho de que esta relación entre pagos de intereses y desembolsos se mantuviese por debajo del 20 por 100 en 1978 y a un 25 por 100 en 1979, pese a que el tipo de interés promedio no era sustancialmente diferente en estos dos años. Las últimas dos columnas del cuadro n.° 7 indican que en 1984 se produjo una clara transferencia (incluso excluidos los reembolsos) de los acreedores públicos u oficiales a los privados, dado que los pagos de intereses a estos últimos superaron sus desembolsos, en tanto que los pagos de intereses a los primeros representaron alrededor de la tercera parte de sus desembolsos.

De la exposición precedente se deduce, de forma evidente, que el servicio de la deuda impone una carga sumamente pesada a los países en desarrollo. Una cierta dosis de empirismo informal pone de relieve que el nivel de deuda y las tasas de crecimiento de estas economías guardan una correlación fuertemente negativa. Realizando una regresión entre la tasa de crecimiento y el nivel de deuda exterior como proporción del PNB en los quince países analizados a lo largo del período 1972-84, se obtienen los siguientes resultados (18) y (19):

$$\hat{Y} = \underset{(4,05)}{5,64} - \underset{(9,77)}{0,254}\ (\text{deuda/PNB}) \qquad R^2 = 0,446;\ SEE = 4,94$$

$$\hat{Y} = \underset{(1,56)}{2,52} - \underset{(5,39)}{0,178}\ (\text{deuda/PNB}) + \underset{(3,58)}{3,48}VF \qquad R^2 = 0,483;\ ESE = 4,78$$

Si bien carecería de justificación atribuir una relevancia excesiva a estos resultados, está claro que el nivel de deuda tiene una incidencia negativa sobre la capacidad de estos países para desarrollarse y crecer. Dada la importancia del factor deuda, y con el objeto de completar la descripción presentada en las secciones anteriores de este artículo, en lo que sigue vamos a analizar en mayor detalle algunos de los determinantes empíricos de la evolución global de la deuda exterior y de su importancia relativa en las economías nacionales. Con este fin, en la próxima sección se desarrolla un análisis empírico más formal.

CUADRO N.° 7

***RATIOS* DE DESEMBOLSOS Y PAGOS DE INTERESES**
15 PAISES EN DESARROLLO, 1970-1984
(En términos porcentuales)

AÑO	*Desembolsos/deuda viva*			*Pagos de intereses/desembolsos*		
	Total	*Acreedores privados*	*Acreedores oficiales*	*Total*	*Acreedores privados*	*Acreedores oficiales*
1970	22,45	29,05	16,91	21,90	21,67	22,23
1971	20,86	27,42	14,97	22,55	21,28	24,64
1972	26,58	35,91	17,11	16,29	13,69	21,83
1973	26,97	34,83	17,40	18,67	16,15	24,84
1974	29,37	35,64	20,62	18,36	17,63	20,11
1975	27,44	32,46	19,81	22,29	21,97	23,10
1976	29,45	36,57	15,73	19,09	16,34	31,37
1977	27,95	32,42	18,03	19,74	17,64	28,12
1978	32,00	38,36	15,61	19,34	16,98	34,29
1979	30,49	35,42	15,90	25,81	23,99	37,75
1980	24,28	26,04	18,96	40,24	42,46	31,01
1981	24,89	26,35	20,33	41,31	44,57	28,13
1982	21,61	22,19	19,65	49,02	53,94	30,45
1983	14,02	13,01	17,86	58,53	68,51	31,12
1984	9,88	8,10	16,31	91,31	122,57	35,08

2. Las fuentes del crecimiento de la deuda externa: resultados de la regresión

El objetivo de esta sección es investigar algunos de los principales factores que determinan los cambios en el volumenn de deuda, tanto a nivel absoluto como en su relación porcentual con el PNB, subrayando la importancia del déficit público frente a otras variables que afectan a la acumulación de deuda. Se han estimado dos tipos de relaciones combinando los datos para los quince países a lo largo del período de 1972-84. La primera especificación explica las variaciones en el nivel de deuda exterior viva y desembolsada (ΔD_t). Además del déficit público como porcentaje del PIB (Def_t), cuyo papel se ha examinado en las secciones anteriores, se incluyen tres variables relacionadas con el sector exterior. El coste del crédito exterior, representado por el tipo de interés al que hace frente el país, puede afectar al volumen de deuda en dos sentidos opuestos. Un incremento de los tipos de interés puede reducir la demanda de nuevos préstamos. Sin embargo, dado que la mayor parte del volumen de deuda viva se encuentra sujeta a tipos de interés variables, esta elevación puede producir un incremento del volumen de endeudamiento, ya que es posible que los países se vean obligados a tomar prestados nuevos fondos a fin de hacer frente al servicio de los compromisos anteriores. Con el objeto de captar estos dos efectos, incluimos en la ecuación el tipo de interés promedio sobre los nuevos compromisos en el año anterior (i_{t-1}). Dado que, ciertamente, es posible que se contratase deuda externa para cerrar desfases de pagos exteriores, se añade a la ecuación el superávit de la balanza comercial (BC), junto con las variaciones de los precios internacionales a las que se enfrenta el país en cuestión. Esta última variable indicaría si los cambios en el volumen de deuda responden realmente a variaciones cíclicas en los mercados internacionales. Estas oscilaciones se pueden medir, alternativamente, por las variaciones en la relación real de intercambio ($\hat{RRI}$) o por las que registran los valores unitarios de las exportaciones ($\hat{VUE}$). Por tanto, la ecuación estimada será la siguiente:

$$\Delta D_t = a_1 + a_2 Def_t + a_3 i_{t-1} + a_4 BC_t + a_5 \hat{RRI}_t$$

Esta ecuación se ha estimado tanto para las variaciones en el volumen total de deuda como para las variaciones en la deuda procedente de fuentes oficiales y privadas por separado. La pauta general de los resultados, que se presentan en el cuadro n.° 8, confirma claramente la importancia de los déficit públicos en la determinación de la deuda exterior. Los coeficientes del déficit público son muy significativos en todas las ecuaciones estimadas, así como los correspondientes al tipo de interés al que se enfrenta el país, que resultan tener un signo positivo. Por otra parte, las variaciones en los precios exteriores de las importaciones y exportaciones no parecen haber afectado a las variaciones en el nivel absoluto de deuda. Por lo que respecta a los resultados de la balanza comercial, las ecuaciones [1]—[2], [5]—[6] y [9]—[10] parecen indicar la existencia de una relación positiva entre las variaciones del nivel de deuda y el superávit de la balanza comercial. Este resultado, no obstante, no es estable durante todo el período estudiado. Cuando se incluye una variable ficticia que interviene multiplicando a BC para separar el período 1972-80 del período 1981-84, el coeficiente es significativo y tiene un signo opuesto, con una magnitud similar a la de la variable de la balanza comercial. Este resultado sugiere que durante los años 70 los desequilibrios exteriores no condujeron a variaciones en la deuda exterior, pero en los años 80 los incrementos de la deuda exterior guardaron una correlación con los superávit de la balanza comercial, habiendo evolucionado estas dos magnitudes de forma positiva durante este período posterior. No obstante, este último resultado es aplicable principalmente a las fuentes privadas.

Dado que las unidades de medición difieren en cierta medida para las distintas variables incluidas en el cuadro n.° 8, con el objeto de determinar la influencia relativa de las diferentes variables explicativas hemos calculado los coeficientes «beta», que miden la variación en la variable dependiente, *ceteris paribus*, para una unidad de variación en cada una de las variables independientes. Los coeficientes beta son independientes de las unidades de medición y pueden compararse directamente dentro de cada una de las ecuaciones y entre unas y otras (20). Los coeficientes beta calculados correspondientes a las 12 ecuaciones del cuadro n.° 8 se presentan en el cuadro n.° 9. Los rasgos esenciales que suministra este cuadro son los siguientes: para las variaciones en el total de deuda viva exterior, el déficit público se revela con un efecto más fuerte que cualquier otra variable. Dicho efecto es particularmente acusado en las ecuaciones que explican los préstamos recibidos de fuentes oficiales (ecuaciones [5] — [8]). En estas ecuaciones, el tipo de interés y la balanza comercial

CUADRO N.° 8

VARIACIONES EN LA DEUDA VIVA Y DESEMBOLSADA
15 PAISES EN DESARROLLO, 1972-1984
$D_t = a_1 + a_2 Def_t + a_3 i_{t-1} + a_4 BC_t + a_5 \hat{RRI}_t$

		Def_t	i_{t-1}	BC_t	$D(BC)_t$	$\hat{RRI}$	$\hat{VUE}$	R^2/ESE
Total								
[1]	−390.5	111.4	149.6	164.1		4.936		0.627
	(0.69)	(3.75)	(3.58)	(3.65)		(1.20)		1350.3
[2]	−348.3	109.8	147.3	175.4			2.132	0.625
	(0.60)	(3.62)	(3.65)	(3.97)			(0.65)	1354.2
[3]	−633.5	96.3	197.1	233.4	−219.6	6.73		0.661
	(1.16)	(3.22)	(3.57)	(4.49)	(2.55)	(1.66)		1329.6
[4]	−637.6	96.3	146.6	243.3	−214.6		3.72	0.638
	(1.09)	(3.17)	(3.49)	(4.73)	(2.47)		(1.13)	1334.9
Fuentes oficiales								
[5]	76.96	23.42	25.76	16.33		−1.13		0.473
	(0.62)	(4.24)	(2.23)	(1.97)		(0.15)		250.5
[6]	79.57	23.35	25.53	16.30			−0.95	0.473
	(0.62)	(4.17)	(2.17)	(2.00)			(0.16)	250.5
[7]	74.03	23.20	25.65	17.30	−2.99	−0.88		0.473
	(0.59)	(4.11)	(2.21)	(1.76)	(0.11)	(0.11)		251.2
[8]	76.07	23.17	25.48	17.24	−2.94		−0.73	0.413
	(0.59)	(4.06)	(2.16)	(1.78)	(0.18)		(0.12)	251.2
Fuentes privadas								
[9]	−458.1	85.2	106.5	157.2		4.561		0.575
	(0.79)	(2.85)	(2.88)	(3.53)		(1.11)		1351.5
[10]	−393.3	82.9	102.9	169.3			1.59	0.573
	(0.67)	(2.72)	(2.75)	(3.88)			(0.49)	1355.4
[11]	−779.9	69.9	108.7	227.7	−277.6	6.52		0.592
	(1.35)	(2.30)	(2.99)	(4.45)	(2.65)	(1.59)		1329.0
[12]	−736.2	68.7	106.5	238.2	−221.3		0.33	0.588
	(1.24)	(2.25)	(2.89)	(4.70)	(2.55)		(1.02)	1334.6

Notas: Las regresiones combinan datos de un panel de series temporales y de corte transversal. Los países comprendidos son: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa de Marfil, México, Marruecos, Nigeria, Perú, Filipinas, Venezuela y Yugoslavia.
D = Variación en el volumen de deuda pública viva exterior.
Def = Déficit público como porcentaje del PIB.
i = Tipo de interés promedio sobre los nuevos compromisos.
BC = Superávit de la balanza comercial.
$\hat{VUE}_i$ = Tasa de variación de los valores unitarios de las exportaciones del país i.
$\hat{RRI}$ = Tasa de variación de la relación real de intercambio definida como: $\hat{VUE}_i - \hat{VUE}_{US}$.
D( ) = Indica una variable ficticia (1 para 1972-80; 0 para 1981-84) que multiplica a la variable entre paréntesis.
Todas las ecuaciones incluyen 14 variables ficticias nacionales. Los valores t se incluyen entre paréntesis. ESE es el error standard de la estimación.

CUADRO N.° 9

VALORES DE LOS COEFICIENTES "BETA":
ECUACIONES DE LA VARIACION EN LA DEUDA VIVA

Número de ecuación	*Def*	*i*	*BC*	*D(BC)*	*RRI*	*VUE*
Deuda total						
[1]	0.246	0.189	0.220	—	0.065	—
[2]	0.242	0.185	0.236	—	—	0.035
[3]	0.213	0.186	0.314	−0.192	0.088	—
[4]	0.213	0.185	0.327	−0.188	—	0.061
Fuentes oficiales						
[5]	0.332	0.149	0.140	—	−0.009	—
[6]	0.331	0.147	0.140	—	—	−0.010
[7]	0.329	0.148	0.149	−0.017	−0.007	—
[8]	0.328	0.147	0.148	−0.017	—	−0.008
Fuentes privadas						
[9]	0.201	0.151	0.225	—	0.064	—
[10]	0.195	0.146	0.243	—	—	0.028
[11]	0.163	0.154	0.326	−0.213	0.091	—
[12]	0.162	0.151	0.342	−0.207	—	0.058

tienen un efecto de tan sólo la mitad del que produce el déficit público.

La segunda especificación estimada relaciona las variaciones en el *ratio* de deuda viva a PNB. La ecuación estimada para esta especificación es la siguiente:

$$\Delta(D/PNB)_t = b_1 + b_2 Def_t + b_3 i_{t-1} + b_4\,(BC/PNB) + b_5 \hat{RRI}$$

Los resultados correspondientes a esta especificación se recogen en el cuadro n.° 10. Una vez más, los coeficientes estimados para el déficit público (como porcentaje del PIB) y los tipos de interés resultan altamente significativos, en tanto que la variable de la balanza comercial muestra una pauta similar a la del cuadro anterior, es decir, ningún efecto significativo durante los años 70 y movimientos paralelos a los del endeudamiento exterior en los últimos cuatro años. Una diferencia importante es el signo negativo del coeficiente que refleja las variaciones en los valores unitarios de las exportaciones. Esto parece indicar que, *ceteris paribus*, una caída en los precios de las exportaciones del país tiende a incrementar el *ratio* de deuda a PNB, probablemente a través de la combinación de una mayor deuda y una reducción de la actividad económica.

En relación con los coeficientes beta para las ecuaciones [13] — [24] (cuadro n.° 11), estos indican que, por lo que respecta al *ratio* de deuda total a PNB, los déficit públicos y los tipos de interés tienen efectos aproximadamente equivalentes, aunque la incidencia de los tipos de interés parece ser el determinante más importante en el caso de los préstamos de fuentes oficiales.

En resumen, los déficit públicos y los tipos de interés parecen ser los determinantes fundamentales de las variaciones en el volumen de deuda exterior. En relación con las variaciones en el nivel absoluto de la deuda, el efecto de los déficit públicos se manifiesta como el factor más importante en la determinación de los préstamos recibidos de fuentes oficiales. La balanza comercial no ha afectado al endeudamiento exterior durante los años 70 y guarda una correlación positiva con las variaciones de la deuda en los años 80. Por consiguiente, la importancia decisiva de la gestión fiscal en la evolución de la deuda exterior se encuentra sólidamente confirmada por esta serie de resultados.

3. El tipo de interés de la deuda pública

Dada la importancia que el tipo de interés pagado por los países prestatarios tiene en la explicación

CUADRO N.° 10

VARIACIONES EN EL *RATIO* DE DEUDA VIVA Y DESEMBOLSADA SOBRE PNB 15 PAISES EN DESARROLLO, 1972-1984

$\Delta D/BC)_t = b_1 + b_2 Def_t + b_3 i_{t-1} + b_4 (BC/PNB) \pm b_5 \bar{RRI}$

Constante		*Def$_t$*	*i_{t-1}*	*BC/PNB*	*D(BC)/PNB*	*$\bar{RRI}$*	*$\bar{VUE}$*	*R^2/ESE*
Total								
[13]	−4.14	0.390	0.688	0.189		−0.027		0.208
	(1.74)	(3.03)	(3.96)	(1.70)		(1.14)		5.815
[14]	−2.97	0.353	0.627	0.233			−0.356	0.223
	(1.22)	(2.74)	(3.58)	(2.17)			(2.33)	5.759
[15]	−3.95	0.327	0.589	0.433	−0.424	0.021		0.248
	(1.70)	(2.57)	(3.41)	(3.22)	(3.06)	(1.11)		5.681
[16]	−3.00	0.301	0.546	0.455	−0.399		−0.287	0.258
	(1.26)	(2.36)	(3.14)	(3.48)	(2.87)		(1.90)	5.644
Fuentes oficiales								
[17]	−3.89	0.167	0.541	0.048		−0.013		0.282
	(2.82)	(2.69)	(4.26)	(0.88)		(1.49)		2.802
[18]	−3.44	0.157	0.509	0.054			−0.013	0.286
	(2.38)	(2.50)	(3.88)	(1.01)			(1.78)	2.794
[19]	−3.77	0.158	0.513	0.084	−0.060	−0.013		0.285
	(2.70)	(2.53)	(3.93)	(1.23)	(0.87)	(1.39)		2.804
[20]	−3.35	0.150	0.483	0.085	−0.054		−0.012	0.286
	(2.31)	(2.37)	(3.63)	(1.28)	(0.78)		(1.64)	2.798
Fuentes privadas								
[21]	−2.27	0.205	0.337	0.122		−0.014		0.131
	(1.21)	(2.06)	(2.83)	(1.44)		(0.94)		4.47
[22]	−1.50	0.180	0.306	0.158			−0.022	0.144
	(0.78)	(1.80)	(2.57)	(1.91)			(1.87)	4.44
[23]	−2.36	0.150	(0.291)	0.326	−0.358	−0.008		0.186
	(1.30)	(1.54)	(2.50)	(3.20)	(−3.42)	(0.57)		4.34
[24]	−1.79	0.135	0.271	0.344	−0.340		−0.015	0.193
	(0.96)	(1.38)	(2.32)	(3.47)	(3.23)		(1.32)	4.32

Notas: Véase cuadro n.° 7.

de las variaciones del endeudamiento total, parece importante tratar de determinar alguno de los principales factores que le afectan. Como es bien sabido, las cargas que pagan los países por su deuda externa suelen determinarse por el tipo *libor* más un diferencial que refleja la prima de riesgo específica para cada país. Obviamente, los créditos oficiales y subvencionados, no tienen tipos de interés de mercado, si bien sus variaciones pueden estar sometidas a la influencia de fuerzas similares a aquéllas que determinan los tipos de interés de mercado. Sin pretender realizar una explicación exhaustiva de los determinantes de los diferenciales sobre el tipo *libor* para los países considerados, en esta sección estimamos una serie de ecuaciones que evalúan la incidencia de las distintas variables sobre el coste de la deuda exterior.

Dado que el tipo de la deuda oficial suele reflejar objetivos concesionarios, cabe esperar que algunos

de los factores que le afectan sean sustancialmente diferentes de los que influyen sobre el tipo privado o comercial. Por esta razón, estimamos aquí ecuaciones separadas para los tipos medios de interés cargados por los acreedores privados y oficiales. Las variables que se considera que afectan a la evolución de las cargas de interés son las siguientes: el déficit público como proporción del PIB; las variaciones de la relación real de intercambio; la tasa de crecimiento de la economía; el volumen de deuda de fuentes privadas (oficiales) como proporción del PNB o, alternativamente, el volumen total de deuda como proporción del PNB, y el *ratio* de la deuda de origen privado (oficial) y la deuda total.

Los resultados de las estimaciones se ofrecen en el cuadro n.° 12, y pueden explicarse en los siguientes términos:

a) En relación con el tipo de interés cargado por los acreedores privados, el volumen de deuda de fuentes privadas, tanto como proporción del PNB como de la deuda total, tiene un efecto positivo significativo sobre el tipo de interés. El *ratio* de deuda total a PNB, sin embargo, no lo afecta de forma significativa. Este resultado parece indicar que las primas de riesgo aumentan a medida que disminuye la proporción del crédito concesionario o, en otras palabras, que los acreedores privados se preocupan más por el volumen de deuda a cuyo servicio deberá hacerse frente en términos comerciales que del volumen de endeudamiento total.

b) Una mejora de la relación real de intercambio tiende a producir un efecto negativo sobre los tipos de interés comerciales. Esto puede deberse a una reducción del riesgo percibido, dada la mejora en la capacidad de los países para hacer frente al servicio de sus deudas. Por otra parte, ni la tasa de crecimiento de la economía ni el déficit público ejercen influencia alguna sobre las cargas de intereses del crédito de fuentes privadas.

c) En relación con las cargas de intereses sobre el crédito oficial, se obtiene una pauta de resultados en cierta medida diferente. En primer lugar, el efecto del déficit público es altamente significativo, en tanto que no lo es el de la relación real de intercambio. Por consiguiente, es posible que los acreedores oficiales atribuyan una prima de riesgo muy superior a los desequilibrios de presupuesto que a la evolución de los precios exteriores. Así, por lo que respecta a los créditos oficiales, el déficit público puede ejercer una influencia adicional sobre la economía. Al incrementar las cargas de intereses sobre los nuevos compromisos, el déficit público tiende a reforzar el aumento de la carga de la deuda exterior sobre la economía.

CUADRO N.° 11

VALORES DE LOS COEFICIENTES "BETA":
ECUACIONES DE LAS VARIACIONES EN EL *RATIO* DE DEUDA SOBRE PNB

Número de ecuación	*Def*	*i*	*BC/PNB*	*D(BC)/PNB*	*RRI*	*VUE*
Deuda total						
[13]	0.292	0.294	0.204	—	-0.122	—
[14]	0.264	0.268	0.251	—	—	-0.199
[15]	0.245	0.252	0.466	-0.375	-0.095	—
[16]	0.225	0.233	0.490	-0.352	—	-0.160
Fuentes oficiales						
[17]	0.247	0.326	0.101	—	-0.121	—
[18]	0.232	0.305	0.115	—	—	-0.146
[19]	0.235	0.310	0.178	-0.105	-0.114	—
[20]	0.222	0.292	0.182	-0.095	—	-0.137
Fuentes privadas						
[21]	0.208	0.207	0.179	—	0.085	—
[22]	0.184	0.189	0.231	—	—	0.166
[23]	0.153	0.179	0.478	-0.431	0.051	—
[24]	0.138	0.167	0.505	-0.409	—	0.116

CUADRO N.° 12

DETERMINANTES DE LOS TIPOS DE INTERES MEDIOS SOBRE LOS NUEVOS COMPROMISOS
15 PAISES EN DESARROLLO, 1972-84

Acreedores privados

$$[25]\quad i_p = \underset{(7.30)}{3.74^{**}} - \underset{(0.82)}{0.024}\,Def + \underset{(2.89)}{0.039^{**}}(D_p/PNB) + \underset{(2.32)}{0.022^{**}}(D_p/D) - \underset{(2.02)}{0.0076^{**}}R\hat{R}I$$

$$+ \underset{(0.20)}{0.004}\,\hat{Y} + \underset{(18.55)}{0.637^{**}}\,LIBOR \qquad R^2 = 0.782;\ ESE = 1.336$$

$$[26]\quad i_p = \underset{(6.74)}{3.53^{**}} - \underset{(0.83)}{0.025}\,Def + \underset{(1.31)}{0.012}(D/PNB) + \underset{(3.63)}{0.033^{**}}(D_p/D) - \underset{(1.81)}{0.0069^{**}}\,R\hat{R}I$$

$$+ \underset{(0.35)}{0.007}\,\hat{Y} + \underset{(18.14)}{0.636^{**}}\,LIBOR \qquad R^2 = 0.773;\ ESE = 1.361$$

Acreedores oficiales

$$[27]\quad i_o = \underset{(9.01)}{9.23^{**}} + \underset{(2.05)}{0.066^{**}}Def + \underset{(0.59)}{0.011}(D_o/PNB) - \underset{(2.66)}{0.027^{**}}(D_o/D) - \underset{(0.79)}{0.003}\,R\hat{R}I$$

$$- \underset{(3.51)}{0.075^{**}}\,\hat{Y} + \underset{(3.03)}{0.112^{**}}\,LIBOR \qquad R^2 = 0.511;\ ESE = 1.423$$

$$[28]\quad i_o = \underset{(8.60)}{8.69^{**}} + \underset{(1.84)}{0.578^{*}}Def + \underset{(2.63)}{0.025^{**}}(D/PNB) - \underset{(2.33)}{0.022^{**}}(D_o/D) - \underset{(1.02)}{0.004}\,R\hat{R}I$$

$$- \underset{(2.39)}{0.052^{**}}\,\hat{Y} + \underset{(2.96)}{0.106^{**}}\,LIBOR \qquad R^2 = 0.529;\ ESE = 1.397$$

Notas: Véase cuadro n.° 7.
La anotación adicional es la siguiente:
i_p = Tipo de interés medio sobre los nuevos compromisos con acreedores privados.
i_o = Tipo de interés medio sobre los nuevos compromisos con acreedores oficiales.
D = Deuda viva total.
D_p = Deuda viva de fuentes privadas.
D_o = Deuda viva de fuentes oficiales.
$\hat{Y}$ = Tasa de crecimiento de la renta real.
LIBOR: Tipo del mercado interbancario de Londres en las operaciones a un día. Denominaciones en dólares, a seis meses.
** Significativo al nivel de 5 por 100.
* Significativo al nivel de 10 por 100.

d) Mientras que el volumen de crédito público en relación con el PNB no tiene un efecto significativo, el volumen total de deuda sí tiene un efecto positivo sobre los tipos de interés del crédito público. La proporción de la deuda concesionaria sobre la deuda total es también una variable significativa: cuanto mayor es esta proporción, tanto menores son las cargas de intereses. Claramente, las instituciones oficiales parecen atribuir un cierto grado de riesgo a la magnitud de deuda comercial en manos de los países implicados. Este resultado, sin embargo, acarrea la no deseable implicación de que los países con un mayor endeudamiento comercial pueden también terminar pagando cargas más elevadas sobre sus préstamos oficiales.

e) Un resultado interesante de las ecuaciones [27] y [28] del cuadro n.° 12 es el coeficiente negativo, y altamente significativo, de la tasa de crecimiento de la renta. Si bien puede existir aquí un problema de causalidad bidireccional, las estimaciones señalan que unos mejores resultados de crecimiento guardan una relación negativa con las cargas de intereses del crédito público.

f) Si bien los coeficientes del *libor* son siempre muy significativos, son también significativamente diferentes de la unidad en todas las ecuaciones. Esto indica que, *ceteris paribus*, un incremento del *libor* tiende a reducir el diferencial de tipos. No obstante, como era de esperar, los coeficientes

para el crédito privado son más de seis veces superiores a los del crédito oficial.

VI. OBSERVACIONES FINALES

En este artículo se ha tratado de estudiar la situación de la deuda en un grupo de países en desarrollo denominados «países del plan Baker». Se ha mostrado cómo, en los últimos años, se ha producido, en primer lugar, un fuerte incremento en las operaciones de endeudamiento exterior, acompañado por una acumulación igualmente fuerte de deuda exterior y, seguidamente, de una aguda desaceleración del endeudamiento neto en la forma de préstamos exteriores, a medida que ha aumentado el costo y se ha reducido la disponibilidad del crédito exterior. Este cambio ha invertido el flujo neto de recursos, forzando a los países en desarrollo a alcanzar superávit comerciales muy elevados. Esta situación ha exigido la introducción de cambios drásticos en la política económica. Inevitablemente, algunos de ellos han tenido una influencia significativa sobre los resultados de estas economías. En los últimos años, se ha debatido permanentemente la cuestión de si los desequilibrios de los países en desarrollo deben financiarse o, por el contrario, estos países deben introducir ajustes. En la actualidad nos encontramos muy por encima de ese debate: los países han introducido ajustes, y a gran escala. De hecho, hay quien diría que a una escala excesiva. Es de esperar que aquellos países que estén dispuestos a aplicar políticas coherentes con el objetivo de crecimiento puedan disponer de nuevo de más financiación.

NOTAS

(*) Artículo elaborado para su presentación en la conferencia de la *Internacional Economic Association* sobre «Economía de la Deuda Publica», celebrada en la Universidad Stanford los dias 24-26 de junio de 1986. Las opiniones expuestas son estrictamente personales y no reflejan necesariamente posturas oficiales del Fondo. Los autores agradecen a la Srta. Farhadian su valiosa ayuda.

(1) La asunción de la deuda del sector privado por el sector público no se refleja como déficit en un sistema convencional de contabilidad nacional. Sin embargo, con una contabilidad de caja, las operaciones netas de concesión de préstamos del gobierno deben considerarse una partida determinante del déficit.

(2) En algunos de estos casos, el sector público ha «tomado prestadas» las reservas que se exige mantener a la banca comercial en los bancos centrales. De este modo, el sector público ha pagado intereses al banco central y este último, a su vez, a la banca comercial (véase Tanzi, 1985).

(3) Si bien el ahorro total en muchos países en desarrollo no es, necesariamente, insuficiente, con frecuencia se afirma que, dada la estructura del mercado y los incentivos, la cuota del ahorro financiero es muy baja.

(4) Este tipo de percepción del riesgo se produce en especial cuando el crecimiento de la deuda pública financiera supera los ingresos públicos, dado que esta circunstancia puede interpretarse como una indicación de la posibilidad de que se introduzcan ajustes y programas de reforma, incluyendo impuestos sobre el capital de los tenedores de los títulos representativos de la deuda o incrementos de los tipos impositivos aplicados a las rentas de intereses.

(5) Esta influencia se ve reducida por la tasa de crecimiento real de la economía (véase Friedman, 1971).

(6) Esta conclusión implica que los países que introduzcan programas de estabilización de precios, como el Plan Austral de Argentina o el Plan de Estabilización de Israel (ambos iniciados en 1985) o el Plan Cruzado de Brasil de 1986, experimentarán un incremento automático de la cuota representada por los ingresos tributarios en el PIB.

(7) Asimismo, tenderá a incrementar la demanda de dólares. Este fenómeno, que suele denominarse «dolarización» de la economía, ha alcanzado una gran importancia en Argentina, Brasil, México y otros países en desarrollo. La «dolarización» reduce aún más los beneficios netos, en términos de ingresos, derivados de la financiación inflacionista.

(8) Dado que en los países en desarrollo la tasa de inflación interior es, con frecuencia, muy superior a la del resto del mundo, este problema se encuentra especialmente conectado con la deuda interior. Para un país con una deuda principalmente exterior, las dos medidas del déficit tenderán a aproximarse mucho más.

(9) Por lo general, los representantes del mundo académico se han alineado a favor del déficit ajustado por inflación, en tanto que otros profesionales se han mostrado partidarios de la medida convencional.

(10) Las subvenciones a la exportación constituyen, con frecuencia, violaciones de acuerdos comerciales internacionales y generan resentimiento y represalias.

(11) Incluso en el supuesto de que fuese capaz, puede no tener acceso a las divisas necesarias.

(12) Este efecto proviene no sólo de las presiones de la cartera sobre los títulos públicos y de la competencia por la obtención de fondos para préstamos, sino también de los efectos de las expectativas de monetización futura, alimentadas por continuos déficit financiados con deuda que, generalmente, añaden una prima de riesgo real a los tipos de interés.

(13) O a menos que la deuda interior se encuentre denominada en divisas.

(14) Cabría también mencionar que el orden de los proyectos puede asimismo verse alterado drásticamente en función de las distintas intensidades de capital, trabajo e *inputs* de importación de los diferentes proyectos.

(15) El cuadro presenta los datos de la deuda pública y con garantía pública a largo plazo, con un vencimiento original superior al año. La deuda con garantía pública es una obligación exterior cuyo reembolso se encuentra garantizado por una entidad pública. Los datos expuestos representan únicamente la deuda viva desembolsada, es decir, la deuda viva total de que hayan dispuesto los prestatarios a fin de año. Los desembolsos son las disposiciones de los compromisos de concesión de préstamos vivos durante el año. La deuda de acreedores públicos u oficiales comprende los préstamos de las organizaciones internacionales, así como los de los gobiernos y sus organismos. Los acreedores privados son los proveedores, mercados financieros y otros acreedores privados no clasificados.

(16) Deflactar las variaciones en el valor nominal de la deuda externa por las variaciones en la relación real de intercambio ofrece, probablemente, la medida más adecuada de las variaciones en el valor real del pasivo vivo del país. Esto es así porque la inflación exterior, que no modifica la relación real de intercambio, no altera tampoco la carga de la deuda en términos de poder adquisitivo o de capacidad de pago del país. Por otra parte, una mejora de la relación real de intercambio reduce el valor real de la deuda, incluso en ausencia de una inflación internacional.

(17) El tipo de interés efectivo se define como los pagos de intereses totales en el año t divididos por el importe promedio de la deuda viva en los años t y t — 1.

(18) $\hat{Y}$ es la tasa de crecimiento de la renta real y VF es una variable ficticia (1 para 1972-80; 0 para 1981-84) que distingue entre la experiencia anterior y posterior a los fuertes ajustes inducidos por la crisis de la deuda. La muestra es un panel que combina observaciones de series temporales y de corte transversal, así como 14 variables ficticias específicas de cada país.

(19) *Nota de redacción.* La utilización que este artículo efectúa de datos de corte transversal y temporales (panel de datos) comporta suponer que el efecto de cada una de las variables explicativas sobre la dependiente es igual para los distintos países, si bien se permite que varíe la ordenada en el origen de cada país, efecto que se recoge a través de catorce variables ficticias.

(20) *Nota de redacción.* Los coeficientes «beta» tratan de medir el peso que cada uno de los regresores tiene sobre la explicación de la variable dependiente. Estos coeficientes «beta», a diferencia de los coeficientes de regresión estimados por cualquier procedimiento estándar, son independientes de las unidades de medición de las distintas variables, y se definen de la siguiente forma:

$$\left[\begin{array}{l}\text{Coeficiente "beta"}\\ \text{de la variable "x"}\end{array}\right] = \left[\begin{array}{l}\text{Coeficiente de regresión}\\ \text{estimado de la variable "x"}\end{array}\right] \cdot \frac{\sigma_x}{\sigma_y}$$

donde σ_x y σ_y son las desviaciones típicas de «x» y de «y» respectivamente.

BIBLIOGRAFIA

CAGAN, P., (1956) «The Monetary Dynamics of Hyperinflation», en *Studies in the Quantity of Money*, edición a cargo de Milton Friedman (University of Chicago Press).

FRIEDMAN, M., (1971) «Government Revenue from Inflation», *Journal of Political Economy*, Vol. 79 (julio-agosto).

GRUPO DE LOS TREINTA, (1982) *Commercial Banks and the Reestructuring of Cross-Border Debt* (New York).

TANZI, V., (1978) «Inflation, Real Tax Revenue, and the Case of Inflationary Finance: Theory with an Application to Argentina», *Staff Papers*, Fondo Monetario Internacional (Washington), Vol. 25, n.° 3 (septiembre).

— (1985)«Fiscal Management and Extemal Debt Problems», en *External Debt Management*, edición a cargo de Hassanali Mehran, Fondo Monetario Internacional (Washington).

TANZI, V., y BLEJER, M. I., (1982) «Inflation, Interest Rate Policy, and Currency Substitution in Developing Countries. A Discussion of Some Major Issues», en *World Development*, Vol. 10, n.° 9.

EL PROBLEMA DE LA DEUDA EXTERNA DE LOS PAISES EN DESARROLLO: INDICADORES BASICOS Y PERSPECTIVAS

José Manuel GONZALEZ-PARAMO

1 En los años que siguieron a la cuadruplicación de los precios del petróleo de 1973 y la recesión mundial 1974 y 1975, la deuda viva con el exterior de los países en desarrollo creció a un ritmo sin precedentes. Así, entre 1973 y 1978 la deuda viva a medio y largo plazo de los países en desarrollo no petrolíferos (PDNP) se multiplicó por tres, y el endeudamiento neto total lo hizo por cuatro. Sin embargo, la necesidad de reciclar los superávit de los países de la OPEP y el nivel relativamente bajo de los tipos de interés permitieron realizar esta importante transferencia de recursos sin tensiones a los PDNP, un conjunto de economías en pleno crecimiento y cuyo nivel de endeudamiento exterior neto en 1973 no era elevado (10,5 por 100 del PIB).

2. Tras el nuevo *shock* petrolífero de 1979, el entorno económico de los países en desarrollo varía radicalmente. La oferta de recursos se desploma con la desaparición de los superávit de los exportadores de petróleo y el aumento del riesgo de impago percibido por los prestamistas comerciales, los tipos reales de interés se elevan fuertemente, los costes del servicio de la deuda acumulada se hacen extremadamente onerosos, se contrae fuertemente el ritmo de crecimiento interno y empeoran los desequilibrios exteriores de los PDNP. Este es el marco en el que se plantea con toda su fuerza el llamado «problema de la deuda externa», cuyos principales indicadores se presentan brevemente a continuación.

3. La *deuda total* en dólares de los PDNP se duplicó entre 1979 y 1986, creciendo a una tasa interanual media del 11,1 por 100, muy por debajo del 25,6 por 100 de crecimiento medio en el período 1973-78. No obstante, si se introduce un ajuste para tener en cuenta las variaciones de los precios, la disminución en el ritmo de crecimiento de la deuda total es mucho menor. Así, mientras los precios en dólares de las exportaciones crecieron anualmente un 9,6 por 100 en 1973-78, este aumento fue del 1,9 por 100 anual acumulativo en el período 1979-1986. Por otra parte, el *endeudamiento neto* (deuda exterior total menos reservas de divisas internacionales) creció en un 12,1 por 100 anual medio, ritmo algo superior al registrado por la deuda total que se explica por el brusco descenso sufrido por la acumulación de reservas, que pasan de crecer el 16,4 por 100 anual en 1973-78 a un 6,9 por 100 en 1979-1986.

4. Quizás más reveladora de los problemas actuales por los que atraviesan los países en desarrollo sea la evolución de los *flujos netos de financiación* a estas naciones, dados por la diferencia entre los préstamos netos recibidos y los intereses pagados al exterior. A consecuencia del descenso continuado del volumen de nuevos préstamos registrado entre 1981 y 1986, y el paralelo aumento de las sumas pagadas por intereses de la deuda entre 1979 y 1985, el flujo neto de financiación de los PDNP pasa de 35.100 millones de dólares en 1979 a 70.400 millones en 1981, para hacerse negativo por 2.300 millones en 1983 y alcanzar su cota máxima en 1986, con un flujo neto pagado al exterior de 31.400 millones de dólares. La gravedad de este fenómeno se agudiza en el caso de los quince países en desarrollo del «Plan Baker» (PDPB), que, con el 40 por 100 del potencial productivo del conjuto de los PDNP se enfrentaban en 1983 con un flujo de financiación negativo de 16.200 millones de dólares, cifra que se incrementa hasta los 35.600 millones para 1985, para descender ligeramente en 1986 a 32.100 millones de dólares.

5. ¿Es sostenible la situación de la deuda exterior de los países en desarrollo? Suponiendo que se contrate deuda únicamente para el pago de intereses, ésta crecerá a una tasa igual al tipo de interés. Si la producción real crece por debajo del tipo de interés, cada vez será necesario un mayor endeudamiento para financiar un nivel dado de actividad, haciendo insostenible la situación de la deuda. La comparación de los ritmos de crecimiento de la producción y de la deuda externa es un indicador más general para calibrar la sostenibilidad, ya que admite variaciones en la deuda no relacionadas con la financiación de las cargas por intereses de la deuda emitida en el pasado. Así, un *ratio* deuda externa-PIB elevado y creciente indicaría una mayor precariedad de la situación de la deuda, al requerir que un mayor volumen de producción se destine

CUADRO N.º 1

EVOLUCION DE LA DEUDA EXTERNA EN LOS PAISES EN DESARROLLO NO PETROLIFEROS: 1979-1988 (*)

	1979	*1980*	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*	*1987p*	*1988p*
DEUDA EXTERNA (miles de millones de dólares)										
Deuda total	439.1	524.9	621.1	708.0	748.5	793.4	846.5	918.2	995.9	1.031.1
Deuda neta	346.0	430.7	526.2	616.8	648.4	676.9	720.8	769.6	827.9	850.2
Flujos netos	35.1	55.7	70.4	18.1	—2.3	—16.7	—26.2	—31.4	—19.6	—30.9
RATIOS DE DEUDA (en %)										
Deuda total/PIB	26,4	26,9	30,7	35,5	37,7	39,1	41,4	42,6	43,7	41,9
Deuda total/exports.	125,2	118,3	133,1	157,8	164,6	157,9	172,0	176,3	176,4	167,6
Servicios/exports.	19,8	18,7	22,7	25,7	22,6	23,0	22,6	22,8	21,1	20,0
Intereses/exports.	8,0	9,5	12,6	15,0	14,0	13,8	13,0	11,7	10,4	9,7
PRO MEMORIA:										
Crecimiento real del PIB (en %)	4,8	4,8	3,1	2,2	2,2	5,2	4,3	4,6	4,0	4,6
Crecimiento real de las exports. (en %)	6,5	8,2	5,7	1,7	8,3	11,2	4,2	7,0	3,9	6,1
Balanza corriente/exportaciones (en %)	—14,5	—16,7	—21,1	—17,3	—9,3	—5,3	—5,5	—3,4	—4,3	—2,9

p: Previsión.
(*) Incluye a 121 de los 133 paises en vias de desarrollo miembros del Fondo Monetario Internacional, a 1 de enero de 1987, colectivo del que se excluyen los exportadores de petróleo, es decir. Argelia, Indonesia, Irán, Irak, Kuwait, Libia, Nigeria, Omán, Qatar, Arabia Saudita, Emiratos Arabes y Venezuela.
Fuente: Fondo Monetario Internacional, *World economic outlook*, abril, 1987, y elaboración propia.

al pago de intereses, aumentando el riesgo para los prestamistas. El *ratio* endeudamiento total-PIB de los PDNP era en 1973 el 18,7 por 100, creciendo en el período 1973-1978 a una media de 1,5 puntos anuales. En los años siguientes, tras cierta estabilización en 1979 y 1980, el *ratio* deuda-PIB aumenta rápidamente, al coincidir en 1981-83 fuertes incrementos del endeudamiento y bruscos descensos en las tasas de crecimiento en dólares del PIB, pasando del 26,4 por 100 en 1979 al 42,6 por 100 en 1986 (2,3 puntos anuales), año en el que se aprecia cierta ralentización de esta tendencia. Similar evolución registra este *ratio* para los PDPB, partiendo del 30,2 por 100 en 1979 y alcanzando en 1986 el 48,4 por 100 (2,6 puntos de crecimiento medio anual).

6. Desde el punto de vista de los países deudores, el valor en dólares de la deuda o la proporción que ésta representa sobre el PIB son menos significativos que el esfuerzo realizado para pagarla. Ninguno de estos dos indicadores tiene en cuenta el problema que para estos países supone la transformación de recursos internos (producción) en los recursos exteriores (exportaciones) necesarios para hacer frente al servicio de una deuda denominada en divisas. La introducción de la necesidad de transformar producción en divisas ha conducido al uso de indicadores referidos a las exportaciones. Así, distintos expertos aconsejan utilizar el *ratio* deuda exterior-exportaciones de bienes y servicios para analizar la sostenibilidad de la deuda exterior de un país. Para el conjunto de los PDNP, el *ratio* deuda-exportaciones pasa del 100,2 por por 100 en 1973 al 130,7 por 100 en 1978 (6,1 puntos anuales de crecimiento), pese al fuerte aumento tanto del volumen de exportaciones como del valor unitario de éstas en dólares (8,6 y 9,6 por 100 anual, respectivamente). En el período 1979-86 se registra un descenso en el ritmo de crecimiento del volumen de exportaciones y una disminución del valor de éstas, a causa de la apreciación del dólar, lo cual explica que el *ratio* deuda-exportaciones pasase del 125,2 por 100 al 176,3 por 100 (6,4 puntos anuales) a pesar de la disminución de la tasa de crecimiento de la deuda exterior total. Por su parte, los PDPB desarrollan similar evolución, partiendo de un 182,3 por 100 en 1979, con aumentos especialmente violentos entre 1981 y 1983 (más de 100 puntos de aumento), para alcanzar el 337,9 por 100 en 1986 (19,4 puntos de aumento medio anual). La mayor inestabilidad de la situación de la deuda en estos países responde no tanto al crecimiento del endeudamiento en sí, que desde 1979 ha progresado a un ritmo

ligeramente inferior al registrado en los PDNP, como a los pobres aumentos en dólares de sus exportaciones (0,9 por 100 anual de incremento medio) en un contexto de menores ritmos de crecimiento interno.

7. Mientras que el *ratio* deuda-exportaciones proporciona indicaciones útiles sobre la sostenibilidad del endeudamiento y su presión relativa a medio plazo sobre la capacidad de transformación de recursos interiores en exportaciones, una descripción más apropiada de la carga de la deuda exterior a corto plazo es la que ofrece el *ratio* servicio-exportaciones, que relaciona los pagos por intereses y amortización de la deuda a largo plazo con las exportaciones de bienes y servicios. Cuando este *ratio* es elevado y creciente, la presión sobre los recursos obtenidos de la exportación aumenta, crece y, a su vez, la rigidez de las balanzas de pagos de los deudores, el riesgo para los prestamistas de fondos y las dificultades para mantener el nivel real de las importaciones necesarias para el crecimiento. Tras la primera crisis del petróleo, los PDNP vieron crecer su *ratio* de servicio a razón de 0,8 puntos anuales. Entre 1979 y 1982, bajo la presión de los elevados tipos de interés de la primera parte de los años 80 y del creciente volumen de deuda viva, el *ratio* de servicio se dispara, pasando del 19,8 al 25,7 por 100. El descenso de los tipos de interés iniciado en 1982 posibilita que, pese a la debilidad de los ingresos por exportaciones, el *ratio* de servicio disminuya lentamente hasta el 22,8 por 100 en 1986. Por su parte, los PDPB se encontraban en 1979 con un *ratio* de servicio considerablemente más elevado, del 34,7 por 100, que salta al 49,4 por 100 en 1982, para descender con los tipos de interés hasta 1985 y repuntar en 1986, como consecuencia del desplome de los ingresos por exportaciones en dólares, que se reducen en un 12,4 por 100.

8. En cierto sentido, el *ratio* de servicio puede no proporcionar una orientación adecuada acerca de la tendencia a medio plazo de la carga de la deuda, debido tanto a las fluctuaciones a corto plazo como a las «renegociaciones» de la deuda, que reducen los pagos registrados como amortizaciones sin aliviar el peso del servicio subyacente. Una alternativa propuesta para minimizar estas distorsiones consiste en utilizar exclusivamente el *ratio* intereses-exportaciones. Puesto que los vencimientos de la deuda pueden ser refinanciados sin alterar el valor nominal del endeudamiento vivo, en una perspectiva a medio plazo la «verdadera» carga de la deuda viene representada por el componente de

CUADRO N.° 2

EVOLUCION DE LA DEUDA EXTERNA EN LOS PAISES EN DESARROLLO DEL "PLAN BAKER": 1979-1988 (*)

	1979	*1980*	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*	*1987p*	*1988p*
DEUDA EXTERNA (miles de millones de dólares)										
Deuda total	218.2	269.3	330.8	383.1	394.2	410.9	417.2	434.4	464.9	473.9
Deuda neta	170.6	219.3	289.1	356.8	366.7	371.3	376.5	402.0	427.5	434.1
Flujos netos	17.3	23.5	27.9	4.9	—16.2	—28.4	—35.6	—32.1	—16.8	—22.9
RATIOS DE DEUDA (en %)										
Deuda total/PIB	30,2	30,8	34,6	41,7	47,0	46,8	46,3	48,4	50,7	47,9
Deuda total/exports.	182,3	167,1	201,4	269,8	289,7	272,1	284,2	337,9	349,6	324,7
Servicios/exports.	34,7	29,6	39,0	49,4	42,5	41,1	38,7	43,9	40,7	39,5
Intereses/exports.	14,6	15,9	22,7	30,8	30,0	28,8	26,8	27,3	24.9	23,2
PRO MEMORIA:										
Crecimiento real de PIB (en %)	6,1	5,0	0,5	—0,4	—3,4	2,2	3,1	3,5	3,2	4,5
Crecimiento real de las exports. (en %)	7,3	0,6	—2,2	—5,1	6,4	9,6	1,8	—6,5	—1,3	7,1
Balanza corriente/exportaciones (en %)	—20,5	—18,3	—30,6	—35,6	—11,2	—0,4	—0,1	—9,2	—10,6	—7,2

p: Previsión.
(*) Incluye a los 15 países en desarrollo más fuertemente endeudados: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa de Marfil, Ecuador, México, Marruecos, Nigeria, Perú, Filipinas, Uruguay, Venezuela y Yugoslavia.
Fuente: Fondo Monetario Internacional, *World economic outlook*, abril, 1987, y elaboración propia.

intereses. En el período 1973-78, el *ratio* de intereses de los PDNP pasa del 4,2 al 6,9 por 100 (0,5 puntos de aumento medio anual), impulsado por el fuerte crecimiento del endeudamiento total en un contexto de escasas variaciones de los tipos efectivos de interés de la deuda. El punto más crítico de la evolución reciente de este *ratio* se alcanza en 1982, año en el que los fuertes aumentos de endeudamiento de los años siguientes a la crisis de 1979 y el crecimiento sin precedentes de los tipos de interés entre 1979 y 1981, al pasar el LIBOR a seis meses del 11,9 al 16,7 por 100, duplican la relación intereses-exportaciones de 1979, que se eleva al 15,0 por 100 para los PDNP y al 30,8 por 100 para los PDPB. La reducción posterior de tipos y de nuevos préstamos permite moderar la presión de las cargas de intereses sobre las exportaciones, aunque los descensos no son tan apreciables como para impedir que los flujos financieros netos recibidos sean negativos y cuantiosos a partir de 1982.

9. Las estimaciones y *proyecciones* elaboradas por el Fondo Monetario Internacional para 1987-88, basadas en las hipótesis de mantenimiento de las políticas económicas actuales y de estabilidad de los tipos de cambio y los precios del petróleo en términos reales, apuntan hacia una cierta estabilización de los principales indicadores de la deuda exterior. En el caso de los *países en desarrollo del «Plan Baker»*, el trienio 1986-88 se cerrará con cierta moderación en las tasas de inflación y el mantenimiento de los ritmos de crecimiento, sin avance alguno en los frentes del desequilibrio exterior y el déficit público. Los préstamos de la banca comercial internacional alcanzarán un volumen acumulado de 5.000 millones de dólares, una cuarta parte de lo previsto en la propuesta estadounidense. Lo escaso de este aumento se explica por la reaparición de problemas de solvencia en algunos países, junto a las menores necesidades de endeudamiento experimentadas por otros ante los descensos en los precios del petróleo y los tipos de interés. Pese a ello, la debilidad del sector exportador hará que en 1988 el *ratio* deuda-exportaciones ascienda al 324,7 por 100, 40 puntos más que en 1985. El descenso de los tipos de interés hará posible estabilizar el *ratio* servicio-exportaciones y reducir el *ratio* intereses-exportaciones moderadamente, lo que permitirá contrapesar tan sólo una tercera parte de los flujos financieros netos negativos de 1985.

10. Para el conjunto de *países en desarrollo no petrolíferos,* las menores necesidades de préstamo exterior y la recuperación de los ingresos por exportaciones permitirán estabilizar el *ratio* deuda-exportaciones en 1987 y reducirlo casi 9 puntos en 1988. Estos factores, junto a la respuesta retrasada de los pagos por intereses a los recientes descensos de tipos y las renegociaciones de la deuda, explican la prevista disminución del *ratio* de servicio de 2,8 puntos entre 1986 y 1988, para situarse finalmente por debajo del *ratio* de 1981. Pese a todo, la reducción en el volumen de nuevos préstamos impedirá reducir los flujos financieros netos negativos por debajo de su nivel de 1986. El mantenimiento de las fuerzas que han logrado romper la tendencia alcista de los *ratios* de deuda en 1986 se verá reforzado —de acuerdo con las previsiones del escenario a medio plazo del Fondo Monetario Internacional— por cierta reactivación interna y un crecimiento sostenido de las exportaciones. De confirmarse estas hipótesis básicas, los *ratios* de deuda, servicio e intereses podrían verse reducidos en 1991 a los niveles alcanzados inmediatamente antes de la recesión mundial abierta tras el *shock* petrolífero de 1979.

BIBLIOGRAFIA

BALASSA, B. (1986): «The debt problem of developing countries», en *Public finance and public debt*, Wayne State University Press, Detroit, Michigan, págs. 153-166.

CLINE, W. R. (1983): *International debt and the stability of the world economy*, Institute for International Economics, Washington, DC.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1987): *World economic outlook*, Washington, DC, abril.

TANZI, V. (1985): «Fiscal management and external debt problems», en H. Mehran (ed.); *External debt management*, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.

COLABORACIONES

II. SITUACION DE LA DEUDA PUBLICA EN ESPAÑA

INTRODUCCION

LOS rasgos básicos del endeudamiento público español en la última década configuran lo que se ha denominado «nueva era» de la deuda pública. Es obvio que el factor fundamental que determina esa calificación es el intenso crecimiento experimentado por la deuda pública española —un 375 por 100 entre 1975 y 1976—, que acentúa las tendencias internacionales que pueden apreciarse en el conjunto de países de la OCDE.

Pero con ser el crecimiento acentuado de la deuda pública, como reflejo de los elevados y persistentes déficit públicos, la nota más característica de la deuda pública en España, no es la única. La actual etapa del endeudamiento público es *nueva* también por otros motivos adicionales:

- El diferente contexto político y ecónomico en el que el crecimiento actual de la deuda se ha dado respecto a otras etapas históricas en que se han producido elevaciones sustanciales en los pasivos públicos.
- Las distintas características y composición de los activos financieros en que la deuda pública se materializa.
- El nuevo marco económico global en que se definen las relaciones entre deuda, inflación y déficit público.
- Las diferentes coordenadas en que se enmarcan las raíces del creciente endeudamiento, que en la actualidad es el fruto de un amplio componente estructural del déficit público.

El objetivo de esta sección del presente número de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA es doble. Por una parte, se propone suministrar al lector una información cuantitativa básica sobre la deuda pública en España, su evolución y su estructura actual. Por otra parte, intenta explorar sistemáticamente los aspectos diferenciales, a los que antes se ha hecho referencia, que definen esa «nueva era» de la deuda pública que le ha tocado vivir a la actual sociedad española.

Cinco colaboraciones tratan de servir a este propósito.

El artículo del profesor **Francisco Comín,** que inicia las colaboraciones que integran este apartado, ofrece un minucioso análisis histórico de la deuda pública española en el siglo XIX y los años transcurridos del siglo XX, recogiendo una información estadística de la deuda del Estado entre 1850 y 1986. De su trabajo se deriva con toda claridad el hecho, ya señalado, del gran crecimiento de la deuda pública desde 1975, explosivo —en palabras del autor— desde 1982, que eleva la situación actual del endeudamiento público a la categoría de máximo histórico, tanto en términos absolutos como relativos, es decir, en comparación con el valor de la renta nacional. Los anteriores máximos relativos alcanzados en el período histórico que analiza (1875, 1900 y 1939) no llegan a las cotas de la deuda en 1986. Este fuerte crecimiento, alcanzado además en un período de tiempo relativamente breve, ofrece algunos rasgos singulares que el profesor Comín estudia en su trabajo, del que cabría extraer cinco aspectos especialmente destacables:

1. La deuda actual presenta en su estructura, a diferencia del pasado, un fuerte predominio de la deuda del Tesoro.

2. Es un endeudamiento que intenta, sobre todo en 1978 y 1983, aportar mejoras en su gestión y administración, tratando de acercarse a las condiciones del mercado y propiciando su colocación entre el público en general, más que entre instituciones del sistema financiero.

Un proceso de mejora que ha comportado, sin embargo, elevaciones sustanciales en las cargas financieras de interés y amortización de la deuda.

3. El déficit permanente del Estado, autoalimentado por una carga de intereses explosiva, asociada a la existencia de unos tipos de interés reales mayores que la tasa de crecimiento de la economía, y ampliado por la práctica habitual del Estado de asumir la deuda de otros subsectores del sector público, está en la base del proceso de endeudamiento.

4. La deuda de esta nueva era alcanza el máximo histórico en la joven democracia española —coincidente con una aguda y prolongada crisis— sin que existan, como ocurrió en el pasado, conflictos bélicos o políticos detrás de su crecimiento.

El máximo relativo de la deuda en 1875 tenía tras de sí la deuda heredada por la Restauración; el de 1900, la deuda acumulada por la liquidación de las guerras coloniales, y el de 1939 es el fruto del endeudamiento en el período 1920-36 y de las consecuencias financieras de la guerra civil.

5. La nueva era de la deuda pública no permite la práctica de los viejos remedios del pasado: el repudio y la inflación. Sería impensable que un estado moderno practicara un repudio de intereses o capitales de su deuda por obvias razones de credibilidad pública. Pero tampoco la inflación provocada puede ser hoy un remedio al endeudamiento excesivo, tanto por las consecuencias negativas que la inflación tiene sobre la economía como por la creciente incorporación de las tasas de inflación esperada al comportamiento de las unidades económicas privadas.

El estudio de casi dos siglos de historia de la deuda pública española que ofrece el trabajo de Francisco Comín permite situar la deuda actual del Estado en una amplia perspectiva temporal. Sin embargo, el análisis de la situación de la deuda requería disponer de una visión más detallada de sus cifras más relevantes en el período 1975-86. Este es el propósito del artículo elaborado por el titulado del Servicio de Estudios del Banco de España **Rafael Alvarez Blanco,** que permite disponer de un amplio espectro informativo de la deuda del sector público por subsectores, por tipos de instrumentos, por clases de prestamistas, y que se cierra con una referencia comparativa a un conjunto de países seleccionados. Las enseñanzas más significativas que aporta el trabajo de Alvarez Blanco pueden resumirse en seis aspectos:

1. El peso creciente de los pasivos de las administraciones públicas en el total de los pasivos financieros de la economía, muestra inequívoca del avance del sector público en la economía

española. Pasan del 6,9 por 100, en 1970, al 14,6 por 100, en 1986, de los pasivos financieros totales.

2. El reducido peso de la financiación exterior de las administraciones públicas (0,5 por 100 del total en 1986).

3. La gran importancia de las instituciones financieras como financiadoras del sector administraciones públicas (más del 80 por 100).

4. La importancia singular y creciente de la financiación mediante el recurso al Banco de España, sobre todo entre 1976 y 1983.

5. El peso absoluto de la deuda del Estado en el endeudamiento de las administraciones públicas (85 por 100) y la consiguiente importancia mucho menor, aunque creciente, del endeudamiento de las administraciones territoriales.

6. La comparación de la deuda pública en España con la de otros países arroja un nivel global aceptable, con dos connotaciones diferenciales importantes: a) en España, el nivel actual de pasivos financieros públicos se ha alcanzado, a diferencia de otros países, en pocos años y b) la apelación del Tesoro al Banco emisor es considerablemente mayor en España que en los restantes países estudiados.

Completando la base informativa de las dos colaboraciones cuyo contenido ha sido anteriormente glosado, los restantes artículos intentan ofrecer al lector un primer nivel de análisis económico general de la deuda pública en España. Tres artículos abordan esta tarea desde perspectivas diferentes:

El trabajo de los profesores **Miguel Sebastián, César Molinas** y **Josep Baiges** se centra en el estudio de pautas de comportamiento del sector público respecto a su equilibrio y endeudamiento. Aunque su contenido es variado, la mayor parte de él discurre sobre los aspectos relativos a las relaciones deuda-inflación y a la estructura temporal de la deuda pública. La nota del profesor **Miguel Roig** ofrece un repaso global del proceso de endeudamiento público, poniendo especial énfasis en la perspectiva de los distintos niveles de gobierno. Finalmente, **Victorio Valle**, en su colaboración, ahonda en las raíces del endeudamiento que sitúa a la naturaleza estructural del déficit público y destaca las tensiones de permanencia que el déficit proyecta sobre la deuda pública del futuro.

Si se hace un balance del resultado de los anteriores trabajos, que en ningún caso pretende sustituir su lectura (donde se encontrará una exposición completa y matizada), se obtiene un conjunto de ideas importantes para enjuiciar el campo problemático de la deuda pública española.

Los profesores Sebastián, Molinas y Baiges, en su interesante artículo, fruto de un detenido análisis sobre la relación entre déficit, deuda e inflación, ofrecen cuatro principales conclusiones:

1. En cada período de tiempo, la política presupuestaria no es independiente de la política monetaria, ya que la dimensión del

déficit está condicionada, en un planteamiento lógico, por las posibilidades de su financiación. Por otra parte, en una perspectiva de futuro, puesto que todo gasto público ha de ser financiado finalmente con impuestos o aumentos en la base monetaria —que es otra forma de imposición—, el comportamiento presupuestario del presente condiciona la política monetaria del futuro.

2. Desde el punto de vista del endeudamiento público, el concepto de *déficit* relevante requiere alguna matización.

La referencia habitual del déficit público a las necesidades de financiación de las administraciones públicas puede subvalorar el endeudamiento que de él se deriva, sobre todo en aquellas ocasiones en que parte del endeudamiento tiene como contrapartida activos financieros —con lo que las necesidades netas de financiación no se alteran— que por su naturaleza son contrapartidas puramente formales sin valor de mercado, como es el caso de la deuda emitida para el saneamiento de Rumasa, cuya contrapartida es un activo sobre este *holding* de empresas.

En el otro extremo estaría la utilización del concepto de déficit como la variación neta de pasivos financieros de las administraciones públicas, que ignora la existencia de cualquier activo financiero como contrapartida del endeudamiento público. Ambos extremos constituyen las cotas inferior y superior de la auténtica dimensión del déficit.

3. Una adecuada valoración de las variaciones en la posición deudora real del sector público respecto al resto de la economía, requiere deflactar de alguna forma las cifras de endeudamiento para corregir el efecto de la inflación pasada, ya que la inflación reduce en términos reales las cifras nominales de endeudamiento. Ello no supone aceptar que una política inflacionista sea conveniente para reducir el déficit y la deuda, dados los negativos efectos que tal tipo de actuación tiene para el resto de la actividad económica general. Por otra parte, una conclusión importante que se deriva del trabajo de los profesores Sebastián, Molinas y Baiges es que no existe seguridad alguna de que una política inflacionista disminuya la carga de la deuda pública para el Estado. Es bastante probable que la reacción de los restantes agentes económicos implique elevaciones de los tipos de interés nominales en función de las tasas de inflación esperada, dando así al traste con las pretensiones de reducir las cargas financieras de la deuda.

4. La adecuación de una estructura temporal de la deuda pública depende crucialmente del grado de anticipación que los sujetos privados de la economía realicen de la inflación.

En etapas de inflación creciente y anticipación parcial por los agentes económicos, es más beneficiosa para el Estado una estructura a largo plazo de la deuda. Si, por el contrario, la tendencia de la inflación es a reducirse, en iguales condiciones de anticipación parcial de la inflación es más conveniente el endeudamiento a corto plazo.

Los cambios recientes en la estructura temporal de la deuda española, incrementando sustancialmente el endeudamiento a corto

en los últimos años, encuentra una justificación en las expectativas decrecientes de inflación.

El trabajo de **Miguel Roig** ofrece un conjunto de reflexiones generales sobre el proceso de endeudamiento español en los últimos años, sus características y causas, y pone especialmente el acento en algunos aspectos relativos a las haciendas territoriales. Así destaca otros cuatro aspectos de particular interés:

1. El carácter crónico de la deuda pública española, que apunta hacia la conveniencia de lograr un compromiso político y elaborar un programa de acción para la reducción paulatina del déficit, en el que la deuda tiene su origen.

2. La necesidad de concienciar al ciudadano de que el sector público español ha vivido —en todos sus niveles— por encima de sus posibilidades, y hacerle percibir la idea de que la deuda pública no es algo que le es ajeno, sino que, muy al contrario, es algo que afecta a su comportamiento económico presente y futuro.

3. Es imprescindible mejorar la información sobre las haciendas territoriales, donde la falta de datos y medios impide un tratamiento de los fenómenos financieros que sea adecuado y homogéneo.

4. El proceso de descentralización fiscal es, en España como en todos los países, un reto económico y político que obliga a plantearse racionalmente la necesidad de recursos de los niveles local y autonómico, para evitar una fuente continua de presión sobre el propio déficit del Estado y su endeudamiento futuro.

Finalmente, el artículo de **Victorio Valle,** al centrarse en el déficit y su financiación como problemas que están en la raíz del crecimiento de la deuda, hace hincapié en los tres aspectos siguientes:

1. El endeudamiento actual tiene su raíz en la acumulación de los déficit cuantiosos y persistentes del pasado, pero tales déficit no son el puro reflejo presupuestario de la situación de crisis que la economía española ha venido soportando en los últimos años, sino que tienen un contenido permanente o estructural que se cifra en torno a un 70 por 100, y que responde a deficiencias básicas de la economía española que se producirían incluso con un crecimiento de la producción y de la renta a tasas más próximas que las actuales a lo que podría estimarse como crecimiento potencial.

La existencia de gastos comprometidos, tales como los intereses de la deuda pública; la presencia creciente de gastos sociales que tienen su raíz en un paro engendrado por las rigideces del mercado de trabajo; el envejecimiento de la población que genera pagos crecientes por pensiones; las deficiencias de la seguridad social, y las ineficiencias de las empresas públicas, unidos a las rigideces de una recaudación derivada de un sistema tributario retrasado en la modernización de su estructura respecto a los países de nuestro entorno, complejo y con altas cotas de fraude, han generado déficit permanentes que otorgan una naturaleza estructural, mas que coyuntural, al endeudamiento público y que reclaman para su solución medidas con amplias perspectivas de política económica general que trascienden del estricto campo presupuestario.

2. El aumento espectacular de los gastos públicos de transferencia y los pagos por intereses de la deuda pública viva, además de generar valores crecientes del déficit público, han obligado a comprimir el gasto público destinado a la inversión y la prestación de las funciones tradicionales del Estado. Así, las funciones de defensa, educación, sanidad y vivienda han retrocedido, tanto en su participación en el gasto total como en relación al PIB. Un deterioro que constituye un permanente motivo de insatisfacción ciudadana, que se convierte en una amenaza latente de elevación del gasto público futuro y de generación de déficit adicionales.

3. La mayor parte de los problemas que la persistencia y magnitud del déficit crean en la economía son fruto del desequilibrio de las cuentas públicas en sentido estricto, pero la forma de financiación puede generar problemas y tensiones adicionales.

En España, el recurso cuantioso del Tesoro al banco emisor ha constituido un elemento adicional de complejidad en la instrumentación de la política monetaria. Es cierto que la denominada «restricción presupuestaria intertemporal», según la cual el déficit público de cada período se conecta con períodos futuros a través del incremento neto de pasivos necesarios para financiarlo, muestra en términos generales la dependencia entre la política monetaria y la política fiscal, pero esa dependencia se estrecha y agudiza con niveles elevados de endeudamiento público que no sólo comprometen la libertad de acción de la política monetaria del presente, sino también la del futuro.

* * *

El anterior repaso de temas, que la consideración global del endeudamiento público español sugiere, ofrece una perspectiva llena de interés, tanto en el terreno conceptual como en el más práctico de la dimensión y administración adecuada de la deuda pública, e invita a la reflexión sobre un tema sobre el que posiblemente el ciudadano medio tiene poca conciencia de su magnitud y trascendencia. Tal vez sería conveniente recordar, en este sentido, que todo gasto público ha de ser financiado finalmente por la vía impositiva, más pronto o más tarde, y que por ello el proceso de endeudamiento es una vía dilatoria a cuyo término se encuentra una carga tributaria, respecto a cuyo peso y distribución los ciudadanos parecen estar más sensibilizados.

PERFIL HISTORICO DE LA DEUDA PUBLICA ESPAÑOLA

Francisco COMIN (*)

I. LOS CICLOS DE LA DEUDA PUBLICA ESPAÑOLA

EN este trabajo se adopta la definición de deuda pública del Estado propuesta por I. Garrido (1985), quien considera como deuda pública del Estado todos aquellos empréstitos y créditos contraidos o asumidos por el Estado, en virtud de autorización o imperativo legal, que generan una carga financiera que se reflejará en los presupuestos del Estado. Una vez adoptada esta definición, es claro que en este trabajo no se analiza toda la deuda del sector público, puesto que se deja al margen la deuda emitida por empresas públicas y por otras administraciones públicas, como organismos autónomos administrativos, seguridad social o entes autonómicos y locales, siempre que no genere cargas para el presupuesto de gastos del Estado. Las series que aquí se utilizan ni siquiera incorporan todo el endeudamiento del Estado, ya que no incluyen los recursos del Tesoro al Banco de España, con las excepciones que se mencionarán. En la búsqueda de series homogéneas de la deuda pública a largo plazo, no ha sido posible incluir esas partidas del endeudamiento público global, y ha sido preciso limitarse al análisis de la deuda del Estado en sentido amplio, que comprende la propiamente denominada deuda del Estado, la deuda del Tesoro, las llamadas deudas especiales, que son aquellas asumidas por el Estado, y, desde 1983, los créditos del Banco de España al Tesoro concedidos por ley específica.

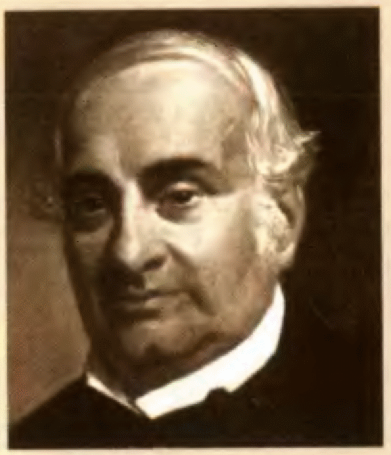
En cualquier caso, la deuda del Estado así definida siempre ha constituido el grueso de la deuda pública española. En efecto, según datos de la Intervención General de la Administración del Estado (1985), en fecha tan reciente como 1985 esa deuda del Estado suponía el 91 por 100 de la deuda viva de todas las administraciones públicas. Desatender los recursos del Tesoro al Banco de España puede tener más repercusiones, puesto que en algunas épocas el Estado se ha financiado con abundante utilización de las cuentas corrientes en el Banco de España. Ese recurso, sin embargo, casi siempre ha acabado manifestándose más tarde en elevaciones de la deuda pública del Estado.

El examen de los ciclos históricos muestra que la evolución de la deuda del Estado en términos reales, en España, entre 1850 y 1986, dibuja cuatro máximos, situados en los años 1875, 1900, 1939 y 1986, como se comprueba en el gráfico 1. Esas cimas se alcanzaron después de crecimientos acelerados de la deuda pública en circulación, particularmente de la deuda flotante del Tesoro, que tenían su origen en el agrandamiento del déficit del Presupuesto, ocasionado, a su vez, por la confluencia de la insuficiencia tradicional del sistema tributario español con aumentos acumulativos en los gastos públicos, causados por las cargas crecientes de los intereses de la deuda, o despegues repentinos en los desembolsos del Estado generados por costosos conflictos bélicos, por crisis económicas o por procesos de democratización política.

Esas dificultades de la hacienda pública española llevaron a que en 1875 la deuda del Estado en circulación, en pesetas de 1913, se situase en 16.070 millones, cuando en 1864 sólo alcanzaba los 3.639 millones. En los dos máximos locales siguientes, la deuda del Estado en pesetas constantes no recuperó ese nivel de 1875. Efectivamente, en 1900, la deuda en términos reales llegó a los 13.733 millones, y en 1939 alcanzó los 14.628 millones de pesetas de 1913. No obstante, en los años inmediatamente previos a esos máximos, el crecimiento de la deuda había sido llamativo, ya que en 1890 sólo suponía 8.166 millones de pesetas, y en 1929 unos 11.542 millones de pesetas de 1913. Hay que recordar que la gran inflación de la guerra civil rebaja mucho el crecimiento de la deuda en términos reales en el máximo correspondiente.

Desde 1982 se ha sobrepasado el máximo nivel histórico de 1875, situándose la deuda pública en el techo absoluto en términos constantes del período analizado en este trabajo, ya que se alcanzaron los 16.500 millones de pesetas. En 1975 la deuda del Estado en términos reales sólo llegaba a los 10.334 millones de pesetas. Lo más grave ha ocurrido, sin embargo, después de 1982, ya que a finales de 1985 la deuda del Estado en circulación ya era de 51.200 millones de pesetas constantes. En esos tres años, la deuda del Estado en términos reales se triplicó. Desde 1979, y más particularmente desde 1983, el crecimiento de la deuda del Estado no ha tenido precedentes históricos. Adicionalmente, nada asegura que se haya llegado ya a la cima de la deuda pública en circulación.

LA NEGLIGENCIA DE LA PRIMERA MITAD DEL XIX



ALEJANDRO MON

En el primer tercio del siglo XIX se decretaron algunos arreglos de la deuda que no tuvieron aplicación práctica. Uno, en noviembre de 1813 por las Cortes de Cádiz, otro, en 1818 por Martín de Garay, y otro, en 1820 por los liberales del Trienio. Parece que hubo, sin embargo, auténticas suspensiones de pagos de las que apenas se sabe nada. En efecto, como indicó J. Fontana (1985), en 1820 la deuda interior ascendía a unos 13.000 millones de reales. Entre 1820 y 1833 no se destinó ninguna suma de consideración a la amortización de la misma, y, sin embargo, en 1834 resulta que se había reducido a 5.000 millones de reales. Ese es, como señaló J. Fontana (1985), un «extraño milagro», de no ser por la existencia de un «corte de cuentas» realizado en 1828, cuando se decidió repudiar una enorme masa de obligaciones atrasadas del Estado.

En 1834 tuvo lugar otro «arreglo de la deuda», realizado por el conde de Toreno. Esa conversión afectó a la deuda exterior (excepción hecha de las reconocidas a Francia, Inglaterra y Estados Unidos en virtud de los tratados de 1828 y 1834). Las dos terceras partes de la deuda exterior serían consideradas activas, y la parte restante sería deuda pasiva que no cobraría intereses. En opinión de Piernas Hurtado (1901), con esa ley de 1834 comenzó «el abatimiento de nuestro crédito». La verdad es que el crédito del Estado español estaba por los suelos desde finales del siglo XVIII, y que algunas decisiones del Estado absolutista de Fernando VII, no reconociendo la deuda exterior emitida por el Trienio liberal, lo habían rebajado aún más. Por eso, a pesar de crearse en 1824 el Gran Libro de la Deuda y la Caja de Amortización, no mejoró la situación de la deuda, y las frecuentes emisiones de Fernando VII no lograban cotizar en las bolsas extranjeras. El arreglo de Toreno empeoró el crédito, y el empréstito que realizó de 400 millones hubo de hacerse con un tipo del 50 por 100. Pudieron pagarse los intereses durante algo más de un año, pero desde 1836 dejaron de atenderse los compromisos de la deuda. Como señaló J. Fontana (1985), el «arreglo» de Toreno no arregló realmente nada. Fernández Gamboa puso un nuevo parche cuando, en 1841, realizó una operación consistente en la capitalización de los intereses vencidos de la deuda consolidada interior y exterior, entregando títulos de la nueva deuda consolidada al 3 por 100.

Cuando A. Mon preparaba la reforma tributaria de 1845 se encontró, como señaló F. Estapé (1971), con que una gran parte de los ingresos del Estado se hallaban afectados al pago de intereses y amortizaciones de la deuda flotante. Para reformar los impuestos era condición imprescindible desembarazarlos, según expresión de Piernas Hurtado (1901), de «los giros y obligaciones con que están gravados». Por eso, en junio de 1844, A. Mon realizó un arreglo de la deuda como medida preparatoria de la reforma tributaria de 1845, que consistió en convertir todos los contratos de anticipaciones de fondos, billetes del Tesoro y libranzas de Ultramar en títulos de la deuda consolidada al 3 por 100, al tipo del 35 por 100. Es decir, que por cada 35 reales de la deuda vieja, admitida por su valor nominal, el Tesoro entregó 100 reales nominales de deuda nueva. Esa conversión redujo el interés nominal de la deuda flotante, ya que los intereses de los contratos de anticipación de fondos eran elevados, pero aumentó la deuda en circulación; según C. Labrador (1850), el nominal de billetes, libranzas y deuda flotante se elevó por su efecto de 177 millones de pesetas a unos 487 millones. Por esa conversión de A. Mon, y porque los presupuestos de la década de 1840 se saldaron con déficit, la deuda en circulación debiera haber aumentado, pero la contabilidad pública previa a 1850 no es de fiar.

Los crecimientos acelerados en la historia de la deuda real no pudieron sostenerse durante mucho tiempo, porque hubiesen llevado al Estado español a la suspensión de pagos efectiva y al incumplimiento de las funciones mínimas que debe desempeñar el gobierno. La experiencia histórica española muestra que, efectivamente, cuando se llegaba a una situación alarmante por el desmesurado nivel del endeudamiento público real, los gobiernos adoptaban decisiones que doblegaban el perfil de la serie. En el gráfico 1 se puede ver cómo después de cada máximo se experimentó una acusada reducción de la deuda real en circulación. Los factores que explican esas drásticas disminuciones (tan llamativas como los aumentos previos) son varios. Entre 1875 y 1883 la deuda real del Estado en circulación cayó de los 16.070 millones a los 7.659 millones; la reducción se produjo sobre todo desde 1880, cuando la cifra aún era de 15.062 millones de pesetas. El descenso se explica por el repudio parcial de Salaverría y, sobre todo, por el arreglo de la deuda que practicó Camacho en 1882.

Después del segundo máximo, la deuda viva se redujo desde los 13.733 millones de pesetas en 1900 a los 5.726 millones de 1919. En esta disminución influyeron varias circunstancias: la conversión de Fernández Villaverde, los sobrantes presupuestarios de 1899 a 1908, y, fundamentalmente, el notable proceso inflacionista que sufrió la economía española durante la primera guerra mundial. En esta fase descendente del ciclo de la deuda se produjo la transición desde las formas decimonónicas de reducir la deuda pública (los arreglos o conversiones que implicaban un repudio formal de los pasivos del Estado, y que

J. Fontana [1985] piensa que hay que denominar, dejándose de eufemismos, suspensiones de pagos), a los modernos procedimientos de rebajar el endeudamiento real del Estado, propios del siglo XX (el impuesto inflacionista, que supone un repudio encubierto de la deuda del Estado). En estos años iniciales del siglo XX se empleó también el método ortodoxo de reducción de los pasivos del Estado, consistente en cerrar el presupuesto del Estado con un superávit que permita devolver los préstamos recibidos para financiar déficit previos; aquellos superávit de la primera década de siglo XX se consiguieron tanto por los efectos favorables de la reforma tributaria de Fernández Villaverde sobre los ingresos ordinarios del Estado como por la paralización del crecimiento de los gastos del Estado conseguida, en parte, por la reducción de las cargas netas de la deuda surgida del arreglo de aquel ministro de Hacienda.

En esa modernización de los procedimientos de achique del endeudamiento real del Estado, desempeñaron un papel primordial los cambios monetarios y financieros ocurridos en España desde finales del siglo XIX. Cuando en 1874 se concedió el monopolio de emisión al Banco de España y se declaró la inconvertibilidad de la peseta en oro desde 1883, el patrón monetario español se convirtió de hecho en fiduciario, desamparado de cualquier disciplina monetaria automática. Antes de esas fechas el impuesto inflacionista era impracticable en España. Por otro lado, la expansión de la banca española desde principios

GARCIA BARZANALLANA ENMIENDA LA PLANA A BRAVO MURILLO

A la altura de 1851 la situación de la deuda pública española era deplorable. Así la describía Piernas Hurtado (1901): «La variedad infinita de sus títulos y conceptos daba lugar a una espantosa confusión y a los agios más inmorales». Adicionalmente, los gobiernos anteriores sólo habían atendido parcialmente la deuda interior, mientras que la extranjera se hallaba totalmente abandonada desde 1836. Por ello, en expresión de Piernas Hurtado (1901), España «renunciaba al concierto de los demás pueblos, aislándose de ellos con la fea nota de la insolvencia». La reforma de Bravo Murillo era inevitable, aunque haya sido tachada de apresurada y autoritaria, porque fue impuesta a los acreedores.

En agosto de 1851, J. Bravo Murillo llevó a cabo su arreglo de la deuda, y la dividió en tres tipos. La menos importante era la de obras públicas. La deuda del Estado se componía de la perpetua al 3 por 100 (en la que se refundían la consolidada al 3 por 100, que era la más numerosa, las deudas consolidadas al 5 y 4 por 100 (esta última tras reducir su nominal al 80 por 100), y la suma de los intereses vencidos de estas deudas (reducida previamente al 50 por 100). Sólo la consolidada vieja al 3 por 100 conservaba tal nombre. Las otras tres categorías convertidas pasaban a denominarse deuda diferida, porque sólo en 1870 adquirirían los derechos de la consolidada, hasta entonces cobraría unos intereses nominales inferiores al 3 por 100.

El otro tipo de deuda del Estado establecido por Bravo Murillo era la amortizable. No devengaba intereses, pero había de ser reembolsada por subastas mensuales, afectando para esa amortización una suma anual de determinados ingresos del Estado. La única diferencia entre las dos clases de deuda amortizable establecidas por Bravo Murillo radicaba en que se destinaban más fondos anuales a la amortización de la de primera clase; porque los ingresos afectados se distribuían por mitad entre los dos tipos, pero la amortizable de segunda clase era mucho más abundante que la de primera.

Junto a la deuda del Estado se hallaba la del Tesoro, que Bravo Murillo dividió en dos tipos: la de personal y la de material. Ambas se formaron con los débitos que el Estado arrastraba desde mayo de 1828. Ambas serían amortizables, pero sólo la deuda de material devengaría interés (del 3 por 100), aunque para ello el tenedor había de reclamar su abono antes de cuatro meses. La deuda de personal absorbía todos los débitos del Estado en concepto de sueldos y pensiones; la de material recogía los débitos formalizados en libranzas, cartas de pago y otros documentos a cargo del Tesoro no procedentes de asignaciones de personal. La deuda de material podía ser preferente (si los tenedores eran los acreedores originales o sus herederos) o no preferente en caso contrario.



JUAN BRAVO MURILLO

Piernas Hurtado (1901) dijo que «la Ley de 1851, más bien que a hacer un arreglo, vino a dar forma a una bancarrota». Un contemporáneo calificaría aquel arreglo como «casi una broma hecha a los acreedores», pero, como apostilla Fontana (1985), era una broma de «dudoso gusto», que fue muy protestada. España, en expresión de Piernas Hurtado (1901), fue colocada «en la tablilla de insolventes» en las bolsas internacionales que no se cerraron a los valores españoles. Esas repercusiones del arreglo de Bravo Murillo influyeron negativamente sobre la financiación exterior del Estado y de las compañías privadas españolas. Pero no hay que exagerar tanto como hicieron los prestamistas extranjeros.

Por una parte, las deudas a las que se les redujo el interés sólo representaban el 33 por 100 de la deuda en circulación a principios de 1850. La deuda consolidada al 4 por 100 a la que se le redujo el nominal era en 1850 el 2,2 por 100 de la deuda viva.

del siglo XX abrió la posibilidad de que el Estado colocase la deuda pública en su cartera. Esas circunstancias permitieron que el Tesoro recurriese a la monetización directa, primero, e indirecta, después, del déficit presupuestario, que tenían adversas repercusiones sobre el nivel general de precios y la cotización de la divisa. Efectivamente, entre 1896 y 1899 se recurrió a la monetización directa de una parte del déficit del presupuesto del Estado, lo cual generó una moderada elevación de los precios españoles, que apenas influyó sobre el nivel real de la deuda viva. Desde 1917 se generalizó la monetización indirecta de los déficit del Estado a través de la pignoración en el Banco de España de la deuda pública que suscribía la banca. Eso permitió un proceso inflacionista agudo en los años de la primera guerra mundial, que redujo de manera ostensible el valor real del endeudamiento del Estado.

El descenso de la deuda real del Estado desde 1939 (unos 14.600 millones) hasta 1959 (unos 7.900 millones de pesetas de 1913) hay que explicarlo por el acentuado proceso inflacionista que sufrió la economía española durante el primer franquismo. La guerra civil se financió con recursos al Banco de España que supusieron la monetización directa de las insuficiencias tributarias ante los considerables desembolsos ocasionados por la guerra; por su parte, la conversión de J. Larraz permitió la indiscriminada pignoración de la deuda pública mantenida por la banca privada. Todo ello generó un notable crecimiento

Si se compara la deuda reconocida en los presupuestos antes y después de la reforma (lo que deja fuera muchos débitos del Estado no reconocidos hasta 1851) lo único que hizo Bravo Murillo fue cambiar deuda amortizable por perpetua. Con esas cifras, la pérdida para los tenedores de deuda provino de la privación de su condición de amortizable, que hubiera exigido como compensación una elevación del interés nominal, que no se produjo. A pesar de las afirmaciones de algún hacendista, los tenedores extranjeros de la deuda no protestaron por la disminución del nominal ni del interés de la deuda previamente reconocida. Sus lamentos se producían por tres causas:

1) Por la reducción a la mitad de los cupones vencidos y no satisfechos que Bravo Murillo consolidaba; 2) por la condición de diferida que adquiría una parte de la deuda, lo que la privaba de intereses durante algunos años, y 3) por los escasos fondos presupuestarios que Bravo Murillo proyectó destinar anualmente a la amortización de la deuda. Por otro lado, los tenedores internacionales no tenían por qué sufrir de tan mala gana el riesgo que habían asumido al comprar valores públicos españoles, que, por eso, pagaban mayores intereses y se adquirían con abismales descuentos. Puesto que Bravo Murillo ofrecía mayor seguridad, es lógico que pidiese una rebaja de los rendimientos. Tampoco hay que perder de vista que, según refiere Piernas Hurtado (1901), la gran presión internacional contra la reforma de la deuda de Bravo Murillo tuvo su origen en un movimiento especulativo de unos cuantos capitalistas, que adquirieron la mayor parte de la deuda amortizable y diferida a los bajos precios en que quedó tras el arreglo y luego presionaron al gobierno español para que cumpliese con sus obligaciones de antes de la conversión de 1851.



MANUEL GARCIA BARZANALLANA

Si conseguían que el gobierno español cediese a las presiones, sus beneficios especulativos serían grandes, ya que mejoraría la cotización. Y no fueron pocos los que se enriquecieron con la operación, que se cerró con el arreglo de García Barzanallana, de julio de 1867, que fue, por así decirlo, la rectificación del arreglo de Bravo Murillo. Efectivamente, García de Barzanallana prestó oídos a los prestamistas extranjeros y convirtió la deuda diferida, la amortizable y los cupones impagados en deuda consolidada al 3 por 100. La conversión fue aprovechada para levantar efectivo de los tenedores, ya que imponía un trueque de títulos que exigía el desembolso en metálico de una parte de la operación. Los datos que ofrece Piernas Hurtado (1901) permiten afirmar que se emitió deuda al 3 por 100 por un nominal de 2.000 millones, con lo que se recogieron 1.380 millones de deuda antigua y 370 millones en metálico. Se recogió un nominal de 100 con 78 de deuda nueva. Esto señala que los tenedores agraviados por Bravo Murillo estuvieron dispuestos a disminuir su nominal y renunciar a la amortización de sus títulos con tal de cobrar un interés periódico. García de Barzanallana también convirtió el valor de los cupones impagados en 1851 en deuda consolidada al 3 por 100, a un tipo del 55 por 100. Es decir, que los tenedores extranjeros admitieron que se le redujese la capitalización de los intereses impagados a una deuda con la mitad de nominal (lo mismo que hizo Bravo Murillo) para conseguir deuda consolidada a cambio. Después de la reforma de García Barzanallana sólo quedaron en circulación la deuda al 3 por 100 consolidada, las deudas del Tesoro y las de obras públicas.

En definitiva, con Bravo Murillo y García Barzanallana la deuda quedó agrupada en un esquema más comprensible y se pusieron al día los débitos del Estado reconociendo la mayor parte de los mismos. Al arreglo de Bravo Murillo se le ha atribuido el mérito de paralizar el crecimiento de la deuda pública viva hasta principios de la década de 1860. Pero ese estancamiento tuvo su origen en que los déficit del Estado fueron relativamente pequeños (y no porque cayese la carga de la deuda) hasta mediados de aquella década, y en que Bravo Murillo creó un nuevo mecanismo de financiación presupuestaria que aumentaba el endeudamiento del Estado, sin elevar el volumen de deuda. Se trata, efectivamente, de la Caja General de Depósitos, cuyos saldos no sustituyeron a los préstamos del Banco de España sino a la deuda del Tesoro que hubiera debido emitirse de no haberse contado con esa institución, como ha señalado L. Gonzalo (1981).

de la oferta monetaria que tuvo por resultado un proceso inflacionista sin precedentes, que redujo el endeudamiento real del Estado. La conversión de Larraz también tuvo su influencia en esa reducción de la deuda real, ya que aprovechó los bajos tipos de interés del mercado.

No puede dejar de destacarse la oportuna colaboración que el Banco de España prestó siempre al Tesoro para la financiación de las deficiencias tributarias, particularmente en las fases más angustiosas, cuando el Estado necesitaba fondos urgentemente. El Banco de España también apoyó las maniobras del Tesoro para conseguir que la banca privada suscribiese deuda pública, ajustando sus tipos de interés de tal manera que fuese gratificador para los bancos acudir al socorro de la hacienda pública. Asimismo, el Banco de España colaboró siempre con el Tesoro reduciendo los tipos de interés para facilitar las conversiones de la deuda pública. El Banco de España ha sido siempre un firme punto de apoyo en la política de financiación del déficit del Estado y de la política de la deuda del Tesoro, contribuyendo a perfilar esos ciclos históricos de la deuda que se acaban de dibujar.

En esta visión a largo plazo, también es interesante analizar la evolución del porcentaje que las cargas financieras de la deuda pública española significaban dentro de la renta nacional, que puede verse en el gráfico 2. En el siglo XX pueden distinguirse tres etapas en la evolución de esa variable. La primera comprende desde principios de siglo hasta la guerra civil española; en ella, las cargas financieras de la deuda significaban entre el 3 y el 4,5 por 100 de la renta nacional española. La tendencia de ese porcentaje fue decreciente entre principios del siglo y mediados de la década de 1920, a pesar de las grandes oscilaciones de la primera guerra mundial; pero entre 1927 y 1936 se estancó en torno al 3 por 100. La segunda fase se extiende desde el final de la guerra civil hasta 1977, y puede considerarse como una prolongación de la tendencia previa, por cuanto la relación entre las cargas de la deuda y la renta nacional continuó descendiendo, pero de una manera más acentuada: del 3 por 100 de la inmediata posguerra se pasó al 0, 25 por 100 en 1977. En ese año la cargas de la deuda eran una porción minúscula de la renta nacional. La tercera etapa se caracteriza por un notable aumento de las cargas financieras dentro de la renta nacional, realmente llamativo desde 1982. En este año, los intereses de la deuda pública sólo eran el 0,61 por 100 de la renta nacional, pero en 1985 ya ascendían al 4,2 por 100. En sólo tres años se había recuperado el porcentaje de principios de siglo, que tanto tiempo había costado rebajar.

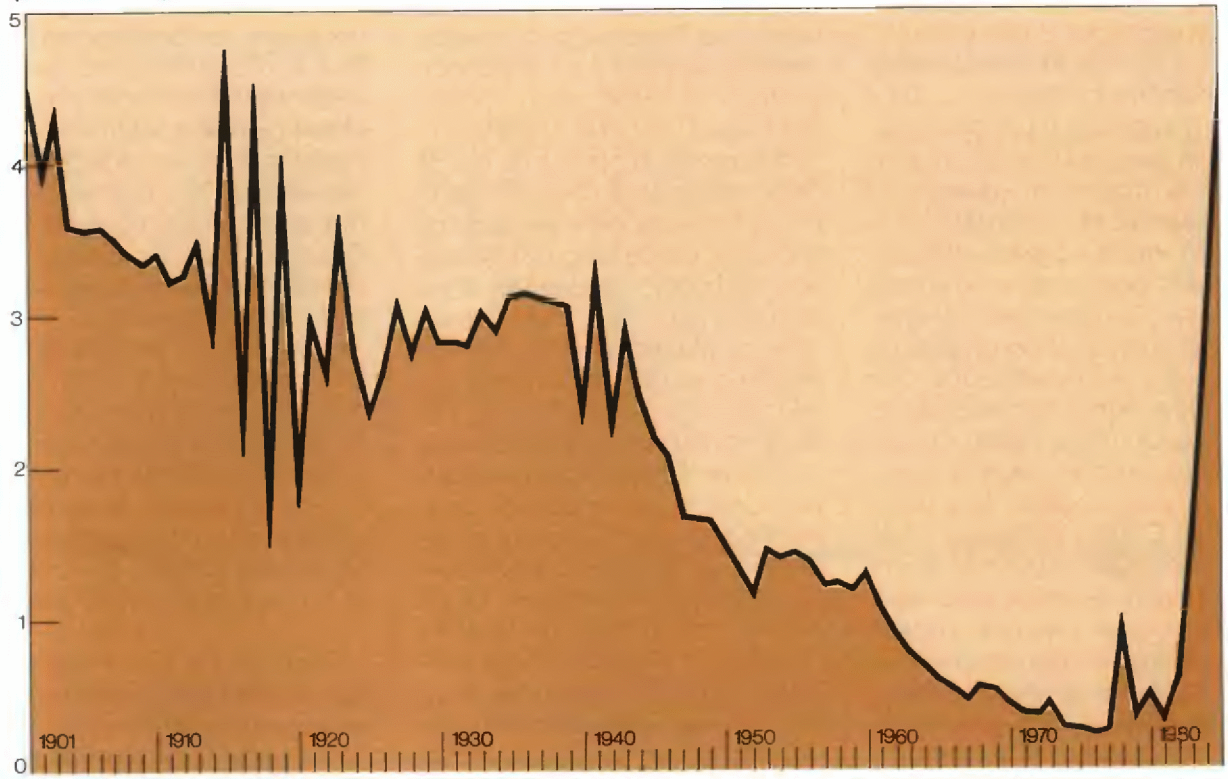
II. LA TARDIA MODERNIZACION DE LA DEUDA PUBLICA ESPAÑOLA

La evolución de la deuda pública española entre 1850 y 1986 puede enmarcarse en la experiencia internacional de cómo cambia el endeudamiento público a medida que un país se desarrolla económica y políticamente. Los ingresos y gastos públicos se modifican con la modernización económica de un país, y lo mismo ocurre con la deuda pública. Para dar una idea de esa mutación, pueden ser orientativos los resultados obtenidos por R. Goode (1984) sobre las diferentes características de la deuda pública en los países atrasados en comparación con la de los industrializados, con datos transversales de finales de la década de 1970. En primer lugar, el porcentaje de la deuda del Estado en el PIB es mayor en los países desarrollados (con una media del 33 por 100) que en los subdesarrollados (con una media del 27 por 100). En segundo lugar, la deuda exterior es más importante en los países subdesarrollados, ya que representa un 52 por 100 del total, mientras que la de los países avanzados solamente significa un 18 por 100. En tercer lugar, en los países pobres el 70 por 100 de la deuda interior está en poder de los bancos, mientras que en los países ricos predominan los tenedores no bancarios de la deuda, que suscriben un 60 por 100 de la deuda pública interior.

En cuarto lugar, una parte no despreciable de la deuda de los gobiernos de países en vías de desarrollo procede de prestamistas cautivos, porque compañías de seguros, fondos de pensiones, sociedades de ahorro, bancos y distintos organismos públicos son obligados a invertir en títulos de la deuda pública. De esa manera, los gobiernos se financian a unos tipos de interés inferiores a los de mercado, e incluso, frecuentemente, con intereses reales negativos. En quinto lugar, los países atrasados suelen recurrir a la exención tributaria de los intereses de la deuda pública, para, de esa manera, reducir los costes explícitos de financiación del déficit. En sexto lugar, los gobiernos de los países subdesarrollados apelan sistemáticamente a la deuda flotante y a expedientes un tanto irregulares de financiación del déficit presupuestario, como son las obligaciones pendientes de pago, cuyas variaciones constituyen un pa-

GRAFICO 2

PORCENTAJE DE LAS CARGAS FINANCIERAS EN LA RENTA NACIONAL (1901-1985)



sivo financiero de la contabilidad pública. Una séptima característica de la financiación del déficit presupuestario en los países en vías de desarrollo, propuesta por R. Goode (1984), es el endémico abuso de su monetización, bien directamente por el banco emisor, bien indirectamente a través de los depósitos de la banca privada.

Además de estos rasgos singularizados por R. Goode (1984), pueden mencionarse otros dos que adoman al endeudamiento público en los países atrasados. Si bien es cierto, y este es el octavo, que la relación deuda/renta es mayor en los países desarrollados, el cociente deuda/gasto público tiende a ser superior en las economías atrasadas, ya que la relación gasto público/renta nacional tiende a ser inferior en estos países. De esta manera, puede ocurrir que aunque el tamaño de la deuda sea soportable por la economía nacional, su peso puede llegar a ser desmesurado para la capacidad presupuestaria del gobierno. Efectivamente, según Musgrave y Musgrave (1981), hacia 1970 el gasto público de los países industrializados ascendía al 37,2 por 100 de la renta nacional, mientras que el de los países no industriales sólo era del 21,7 por 100. Por tanto, en los países industrializados la deuda pública representaba el 88,9 por 100 del gasto público, mientras que en los países no industrializados era de un 124,4 por 100. El peso de la deuda dentro del presupuesto de los gobiernos tiende a ser más elevado en los países atrasados. Por ello, los gobiernos de esos países pueden encontrarse con problemas para atender las cargas financieras de la deuda pública, lo que puede conducirles a su repudio. Un noveno rasgo de la evolución histórica de la deuda, que escapa, obviamente, al análisis transversal realizado por R. Goode (1984), es la desaparición de la deuda perpetua a medida que avanzaba el siglo XX, y el posterior acortamiento de los plazos de maduración de la deuda pública.

La historia financiera española de los siglos XIX y XX muestra

que casi todas esas características propias de la deuda pública de los países atrasados han pervivido en este país hasta tiempos tan recientes como 1978. Esto confirma la tardía modernización de la hacienda española. Como señaló F. Comín (1987), la industrialización española de la década de 1960 generó cambios en la composición del gasto público que lo acercaron al vigente en países más industrializados, y la crisis de la de 1970 amplió los gastos de transferencias, pero todavía no se han alcanzado la estructura ni la gestión del gasto público propios de los países más avanzados. Por otro lado, como ha señalado E. Fuentes Quintana (1983), ha habido que esperar hasta la aparición de la democracia para introducir en España las figuras tributarias actuales, como son el impuesto sobre la renta o el del valor añadido. Pues bien, ese retraso en la adopción en este país de unos sistemas de gastos y de ingresos modernos fue acompañado por el retardo en la aparición de una política de gestión de la deuda pública propia de los países desarrollados. De la misma manera que ha ocurrido también con los ingresos y los gastos públicos, el escaso tiempo transcurrido desde los intentos de modernización de la deuda introducidos en 1978 hace que aún persistan muchos de los tradicionales hábitos que durante tanto tiempo han caracterizado la gestión de la deuda pública en España. El resultado es una situación actual de la deuda pública que pugna por salir del subdesarrollo. A continuación se resumen brevemente las persistencias y los cambios en la gestión de la deuda pública española que la van acercando a la practicada en las economías avanzadas.

La constante histórica con más arraigo en España consiste en que el único objetivo perseguido explícitamente por la política de gestión de la deuda en la España de los siglos XIX y XX ha sido la financiación del déficit del presupuesto del Estado. Esa afirmación también es cierta para el período posterior a 1977, según señaló R. Ortega (1982). No obstante, indirectamente la política de deuda ha cumplido otros fines. Por ejemplo, la ampliación del mercado de capitales; desde luego, al menos, su surgimiento, ya que tras la regulación legal de la Bolsa de valores de Madrid, en 1831, la contratación estuvo inicialmente copada por los títulos públicos. Por no remontarnos a los vales reales de finales de siglo XVIII. Adicionalmente, la deuda pública colaboró a promover el ahorro privado; aunque en algunas épocas fuese de forma encubierta, como ocurrió con la Caja General de Depósitos. La deuda pública también contribuyó a financiar algunos planes extraordinarios de obras públicas (como los de Salaverría o Calvo Sotelo) y a subvencionar a las compañías ferroviarias y empresas públicas. Claro que, desde la concepción de unidad presupuestaria actual, esos empleos de la deuda no implicaban más que la cobertura del déficit del presupuesto estatal. También ayudó a conformar el mercado español de capitales el aval que el Estado concedió a emisiones de empresas privadas y organismos públicos.

A pesar de estos logros, es incuestionable que el objetivo primordial de la política de deuda pública en España ha sido la financiación de las insuficiencias fiscales del Estado. Eso queda confirmado por el hecho de que la deuda pública creció más en las épocas en que el presupuesto estatal fue más vulnerable y el déficit del Estado, mayor: durante la guerra carlista, en el sexenio revolucionario, con la guerra de Cuba, a raíz de la primera guerra mundial, con la guerra civil y desde finales de la década de 1970, como puede comprobarse en el gráfico 5. Con todo, los grandes aumentos de la deuda nominal en circulación no tuvieron su origen exclusivamente en esos déficit presupuestarios, sino que también derivaron de la subrogación que el Estado hizo de deudas de organismos públicos (empresas públicas o cajas especiales), y de la regularización de expedientes anormales de financiación del déficit utilizados previamente (como sucedió con la financiación de la guerra de Cuba y la asunción por el Estado español de las deudas coloniales, y con la regularización de los recursos del Tesoro al Banco de España en 1942 y 1983).

También ha sido frecuente, y ésta es una segunda permanencia en la política de la deuda española, la relajación en el uso (más bien abuso) de la deuda del Tesoro, particularmente en los momentos más apurados de la hacienda pública española. Esa deuda flotante ha servido, en multitud de ocasiones, para financiar gastos permanentes del Estado más que para salvar el desajuste temporal de ingresos y gastos públicos en el interior de un ejercicio presupuestario. La extralimitación en el uso de los «tesoros» se explica por la mayor flexibilidad legal para su emisión (no hace falta ley especial, como indicaron Olarra y Martínez Méndez [1982]), por su menor coste para el Estado y por la preferencia de los suscriptores, normalmente bancos o grandes prestamistas, por la deuda a corto. J. Lasarte (1985) indicó que el afianzamiento de la deuda del Tesoro como medio usual de financiación de los gastos pú-

DEL REPUDIO AL ARREGLO PACTADO: SALAVERRIA Y CAMACHO

La situación de la deuda al finalizar el turbulento sexenio democrático exigió una nueva operación de cirugía, realizada en julio de 1876 por Salaverría, quien reanudó el pago de los intereses de la deuda, pero rebajados. Según R. Anes y P. Tedde (1976) el arreglo de Salaverría significó el repudio de dos tercios de los intereses de la deuda durante cinco años para el 90 por 100 de la deuda viva. La reforma de Salaverría también aumentó la interior y exterior amortizable, porque compensó los intereses devengados y no satisfechos desde la época del sexenio entregando títulos al 2 por 100. El arreglo de P. Salaverría elevó el volumen de la deuda en circulación y sus cargas financieras, porque desde 1876 se pagaron efectivamente los intereses, que incluso se habían dejado de liquidar en 1874. Las cargas de la deuda se situaron en torno al 30 por 100 de gasto del Estado, cuantía de la que no bajarían en lo que quedaba del siglo XIX.

Aunque el endeudamiento del Estado había paralizado su crecimiento desde el comienzo de la Restauración, la reforma de la deuda de Camacho era inevitable, porque el arreglo de Salaverría sólo había sido una solución de urgencia que no había simplificado el cuadro de la deuda, ni había rebajado de manera definitiva las cargas de la deuda. Además, el volumen de la deuda viva era desmesurado para los hacendistas de entonces. Efectivamente, en 1879, la deuda pública era más de dos veces la renta nacional y 16 veces el gasto del Estado; por su parte, las cargas de la deuda representaban casi el 40 por 100 de los gastos del Estado. De ahí que los objetivos de J. F. Camacho, al realizar su arreglo de la hacienda, fuesen: simplificar los tipos de títulos públicos y disminuir el endeudamiento del Estado y las cargas financieras del presupuesto. No sólo la estructura presupuestaria exigía una conversión, sino que la situación en el mercado financiero era propicia. Como indicó Piernas Hurtado (1901), ambos factores aconsejaban la conversión «para aliviar al Tesoro, disminuyendo el interés de aquellos créditos tan solicitados y prolongando los términos señalados para amortizarlos».

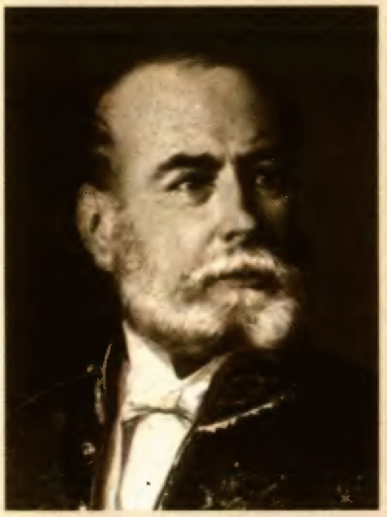


PEDRO SALAVERRIA

Así lo había entendido Cos-Gayón, que presentó un proyecto de arreglo de la deuda en febrero de 1881. Ese fue el pretexto que la oposición utilizó para derrocar al gobierno del que formaba parte. Camacho recogió el proyecto y consiguió hacerlo aprobar en diciembre de 1881. El ministro de Hacienda autorizó la emisión de 1.800 millones de pesetas nominales de la deuda al 4 por 100, amortizable en 40 años, al tipo del 80 por 100 (con lo que resultaba un interés efectivo del 5 por 100), para convertir a la par las obligaciones del Banco de España y de aduanas, los bonos del Tesoro, los resguardos de la Caja de Depósitos, las acciones de carreteras, la deuda material del Tesoro y la deuda flotante; con aquella deuda nueva también se convertiría, pero admitiéndola al 50 por 100 (lo que arrojaba un tipo de conversión del 62,5 por 100) la deuda amortizable al 2 por 100, las acciones de obras públicas (admitidas al 76 por 100) y la deuda de personal (admitiéndola al 80 por 100). Casi todos los tenedores de estas deudas optaron por la conversión.

También abordó Camacho la conversión de la deuda consolidada, con el fin de «fijar el tipo de interés de la deuda española en armonía con el de otras deudas europeas, cuya analogía era evidente, y con el valor del dinero en todas partes», según el propio Camacho, quien se proponía «librar a la nación de la nota de insolvente». El ministro de Hacienda consiguió que los tenedores nacionales de la deuda consolidada interior y de las obligaciones de ferrocarriles admitiesen como interés efectivo el 1,75 y el 3,5 por 100 de su valor nominal. Para ello cedió a los tenedores de la antigua deuda consolidada al 3 por 100, 43,75 pesetas de la nueva deuda al 4 por 100 por cada 100 pesetas de la antigua, y 87,5 pesetas por cada 100 de las obligaciones de ferrocarriles. Como se sabe, los suscriptores extranjeros rechazaron inicialmente la conversión de Camacho, pues demandaban un interés efectivo del 2 por 100 para el antiguo consolidado. Camacho solventó las diferencias concediendo una comisión del 0,87 por 100 a los tenedores del consolidado exterior que optasen por la conversión, y «engrasando» al *Council of Foreign Bondholders* con una comisión de 50.000 libras esterlinas. Piernas Hurtado (1901) juzga favorablemente el arreglo de Camacho porque en la deuda amortizable se logró, con un ligero aumento del capital, rebajar las anualidades presupuestarias; y en la deuda perpetua, con un pequeño aumento del interés, se redujeron a más de la mitad los capitales. Se trató de una conversión completa y rápida que dio «normalidad y vigor» al crédito del Estado español.

Efectivamente, la conversión de Camacho tuvo efectos favorables sobre el presupuesto y el endeudamiento del Estado. Las leyes de diciembre de 1881 y mayo de 1882 subsumieron gran parte de las emisiones dispersas anteriores en dos grandes tipos de deuda: la deuda amortizable interior al 4 por 100, al plazo de 40 años, y la deuda perpetua, interior y exterior, al 4 por 100.



JUAN F. CAMACHO

La mayor parte de la deuda convertida tenía un interés del 2 ó 3 por 100, y la disminución del nominal de la deuda de la conversión de Camacho fue compensada por el aumento de los tipos de interés. Las cifras muestran que Camacho cumplió su objetivo de disminuir la deuda en circulación (desde los 13.500 millones de pesetas a principios de 1881, hasta los 6.800 millones a principios de 1884), pero no redujo las cargas financieras del Presupuesto (que eran el 33 por 100 del total presupuestario en 1881, y el 32 por 100 en 1884). La conversión de Camacho fue un éxito, y no hay que sorprenderse del mismo. Tan importante como la elevación del interés nominal era la seguridad que se daba a los prestamistas del Estado de que cobrarían efectivamente los cupones por su valor íntegro, y a los extranjeros de que el pago se realizaría en oro. Tras el arreglo de Camacho, por otro lado, el volumen de deuda se estabilizó en torno a los 7.000 millones de pesetas hasta que, en 1895, se inició la guerra de Cuba, que elevó de tal manera el endeudamiento del Estado que hizo inevitable una nueva conversión, esta vez la de Fernández Villaverde.

blicos anula las diferencias entre la deuda del Tesoro y la del Estado, y que el alto volumen actual de los «tesoros» es el «resultado de un proceso, al parecer inexorable, que comenzó en 1979 y que ha evolucionado siguiendo reglas estrictas de lógica financiera del mal menor».

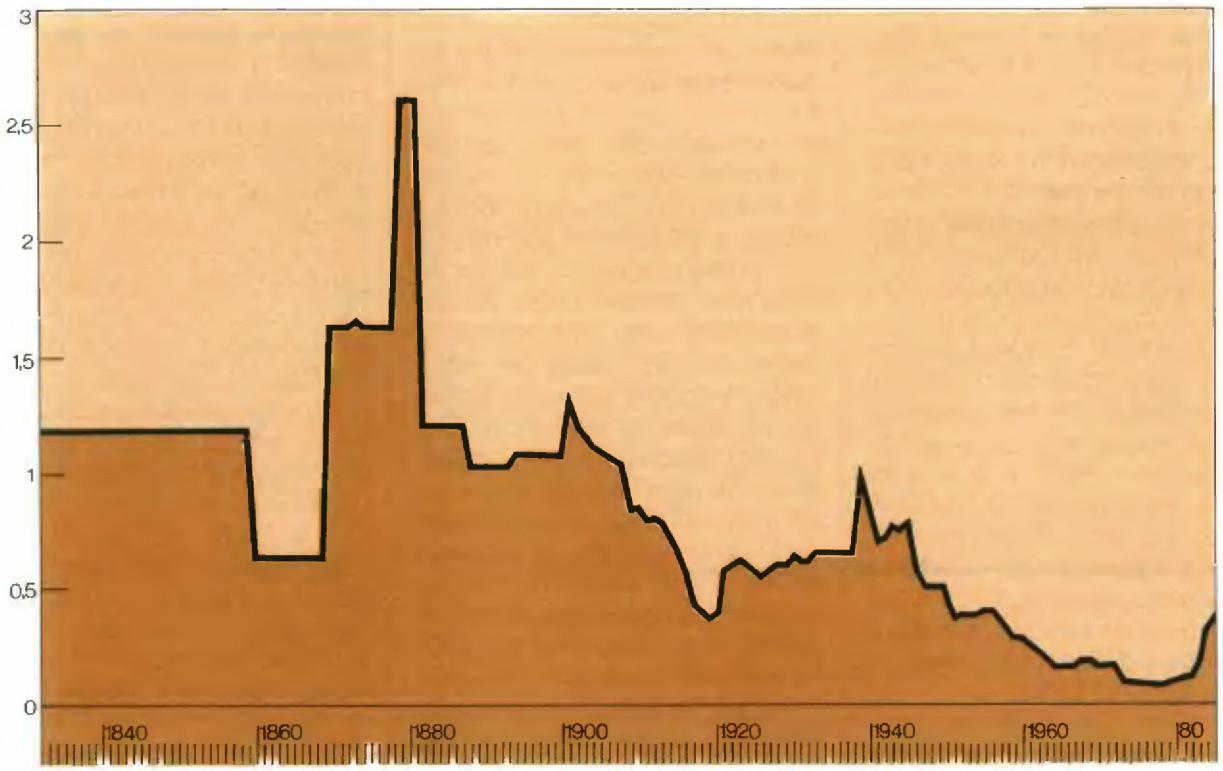
La hacienda pública española ya sufrió en épocas pretéritas situaciones parecidas de alto volumen de deuda flotante, como se comprueba en el gráfico 7. Las soluciones empleadas para reducir el volumen de la deuda a corto han sido varias, y van desde las conocidas consolidaciones de la deuda flotante en deuda del Estado (las de Mon, Alba, La Cierva y Calvo Sotelo, por ejemplo) a las más frecuentes renovaciones o prórrogas de la deuda del Tesoro, que sólo podían ser soluciones provisionales, pasando por la práctica más recomendable, pero más raramente utilizada, que es su amortización con los sobrantes presupuestarios, y que fue practicada en la época de Fernández Villaverde. En España, los «tesoros» han sido instrumentos financieros extraordinariamente flexibles que han permitido desde costear guerras (como la carlista, la de Cuba o la guerra civil) hasta obtener fondos para financiar la inversión industrial del grupo INI.

Un tercer fenómeno persistente en la historia de la deuda pública española de los siglos XIX y XX ha sido, con la excepción más notable de los años 1960-1978, el lastre que ha supuesto para el presupuesto de gastos del Estado, de tal manera que el déficit primario (exento de cargas financieras) ha sido casi siempre superado por el déficit presupuestario total. En algunos períodos, incluso, el presupuesto del Estado conoció unos superávit primarios, pero al añadir las cargas de la deuda aparecían elevados déficit totales. La afirmación de J. M. González Páramo (1987) de que «el déficit del Estado es un déficit autoalimentado por la carga financiera derivada de déficit anteriores» es aplicable a los últimos años, pero también se cumple en otras etapas del pasado. Como ha señalado R. Repullo (1986), con una relación déficit primario/renta nacional constante, el cociente deuda pública/renta no será convergente con tal de que el tipo de interés real supere a la tasa de crecimiento de la renta nacional real.

A este respecto, puede afirmarse que cuando en España todavía no existía el impuesto sobre la renta y predominaban los tributos reales, la relación deuda/renta podía ser explosiva independientemente de cual fuese el ritmo de crecimiento de la economía, ya que la recaudación impositiva, al ser de cupo o estar encabezada, dependía de decisiones políticas y no de los aumentos de renta nacional. Antes de 1964, esos comportamientos explosivos de la deuda pública española, originados por el proceso de autoalimentación, eran más frecuentes por el mayor peso relativo de la deuda pública en los gastos del Estado (como se ve en el gráfico 4) y por la inflexibilidad de los impuestos ante los crecimientos de la renta. Efectivamente, la relación deuda/renta ha conocido en España crecimientos acelerados en 1860-1879, 1894-1901, 1919-1923, 1936-1940, y 1982-1986, como puede verse en el gráfico 3. Después de esos aumentos, la relación deuda/renta descendió: desde el 1,3 por 100 en 1901, al 0,38 en 1919, y del 1,0 en 1939, al 0,08 en 1975. Este último era un nivel relativo de deuda anormalmente bajo. El crecimiento reciente ha situado la relación deuda pública/renta nacional a una altura similar a la de los países desarrollados. Sin embargo, la rapidez con que ese nivel se ha alcanzado y la estructura de la deuda actual en España convierten la situación en preocupante.

Esta desazón se ve acentuada por el apreciable crecimiento de los intereses de la deuda. Efectivamente, las cargas financieras de la deuda pública alcanzaron el 18 por 100 de los gastos presupuestarios en 1985, cuando en 1982 únicamente suponían el 3 por 100, como puede observarse en el gráfico 6. Después de la guerra civil aquel porcentaje del servicio de la deuda en el presupuesto de gastos sólo se había alcanzado en 1941, pero antes de 1936 España había vivido casi permanentemente por encima de esa proporción de gastos financieros. Sin embargo, tasas de crecimiento del porcentaje de las cargas financieras en los gastos presupuestarios como las de 1982-1985 se han experimentado en las siguientes contadas ocasiones. En 1860-1870, cuando las cargas financieras llegaron a representar un 52 por 100 de los gastos del Estado; entonces se suspendieron los pagos de los intereses, y finalmente hubo de arreglarse la deuda con Salaverría y Camacho. De 1893 a 1897 también crecieron con vigor las cargas financieras en el presupuesto de gastos; la solución llegó con el arreglo de Fernández Villaverde, y, más tarde, con la monetización del déficit y el proceso inflacionista de la primera guerra mundial. Evidentemente, hoy en día aún no se han alcanzado unos gastos financieros que representen la mitad del gasto del Estado, como ocurrió en las épocas que se acaban de mencionar; pero si se mantienen los ritmos de crecimiento recientes de la relación cargas financieras/gasto del Estado, en menos de un lustro se habrá llegado

GRAFICO 3
DEUDA PUBLICA EN CIRCULACION DIVIDIDA POR LA RENTA NACIONAL (1832-1985)



a esos límites máximos de lo que el Estado español ha podido gastarse históricamente en el servicio de la deuda. Llegado ese momento, algo habrán de hacer los responsables de la hacienda.

Un cuarto punto de la experiencia histórica que conviene reseñar consiste en que la actitud de los gobiernos españoles ante los compromisos adquiridos por el Estado con la deuda pública ha variado desde el siglo XIX. En este sentido, España tardó más que otros países en adoptar una actitud moderna con respecto a la deuda pública. Como señaló J. Fontana (1985), durante los siglos XVIII y XIX algunos países europeos experimentaron un desarrollo en su hacienda pública y en sus mercados financieros, del que España permaneció al margen. Esa modernización consistió, en el caso concreto de la deuda pública, en que los Estados pasaron de negociar los empréstitos con un grupo reducido de financieros a obtener los fondos del ahorro de una amplia capa de inversores. A este respecto, dice J. Fontana (1985) que «los gobiernos que podían permitirse el lujo de ser solventes descubrieron que pagar puntualmente era rentable». Sin embargo, hubo países que siguieron maltratando a los acreedores públicos con bancarrotas deliberadas, y de esa forma se condenaron a seguir sufriendo las condiciones antiguas del crédito público; es decir, a seguir ofreciendo grandes primas de emisión, pagando altos tipos de interés y atrayendo a los grandes prestamistas con compensaciones directas e indirectas. J. Fontana (1985) sostiene, con razón, que esa negligencia de algunos Estados (entre los que se encontraba el español) en el cumplimiento puntual de las obligaciones de la deuda no se debió a «la falta de escrúpulos» de los ministros de Hacienda, como sugirió G. Ardant, sino a la incapacidad para atender los servicios de la deuda, por tratarse de países que no habían adoptado sistemas tributarios modernos.

En la actualidad, es impensable un repudio abierto de la deuda;

cuesta pensar que algún gobierno en España se atreva a tocar las condiciones en que se ha emitido una deuda pública. Entre otras cosas, porque la mayor parte de la deuda es a corto o medio plazo, y las alteraciones de la misma pueden hacerse a los vencimientos. Esos cambios en las características de la deuda en circulación fueron frecuentes en el siglo XIX y en la primera mitad del XX. Efectivamente, antes del establecimiento definitivo del régimen liberal, algún gabinete español no reconoció las deudas emitidas por gobiernos previos. En la segunda mitad del siglo XIX la deuda pública fue «arreglada» en varias ocasiones, alterando el plazo de vencimiento, el nominal o el tipo de interés; las conversiones de Bravo Murillo, Camacho, Salaverría y Fernández Villaverde son ejemplos de esos procedimientos. Por si fuera poco, varias veces los gobiernos españoles dejaron de pagar los intereses de la deuda.

En el siglo XX las conversiones fueron menos frecuentes y atrevidas, y no levantaron tantas protestas de los tenedores de títulos públicos, porque fueron más respetuosas con los sucriptores y porque fueron aconsejadas más por las favorables condiciones del mercado financiero que por la amenaza de la bancarrota estatal. Junto a las conversiones de Calvo Sotelo, Chapaprieta y Larraz, en la primera mitad del siglo XX abundaron las consolidaciones de deuda del Tesoro en deuda del Estado. Aquellas conversiones del siglo XIX, a excepción de las ejecutadas por Bravo Murillo, Salaverría y la introducción del impuesto sobre los intereses de la deuda por obra de Fernández Villaverde, eran voluntarias y potestativas. Las conversiones del siglo XX empezaron a ser facultativas; lo que quiere decir que si no se optaba por la conversión, el Tesoro amortizaba la deuda. Ese cambio contribuyó a que se redujese la variedad de títulos.

En el siglo XX el Estado pudo prescindir de aquellos arreglos tan lesivos y protestados por los tenedores porque encontró un medio más adecuado para reducir su endeudamiento real, ya que se generalizó una forma disfrazada de repudio de la deuda. Efectivamente, la inflación se convirtió en el expediente que los gobiernos españoles utilizaron para rebajar el valor real de su endeudamiento desde 1914-20 hasta los años 1970, particularmente en los años que siguieron a la guerra civil. Este procedimiento tenía sus ventajas para el Estado, pero tenía que pasar inadvertido para que fuese eficaz. Y, efectivamente, al contrario de los arreglos del XIX, que levantaron grandes protestas, los repudios encubiertos del siglo XX no despertaron el mismo revuelo entre los tenedores de la deuda. Sin embargo, desde los años 1970 ha desaparecido la ilusión monetaria de los suscriptores de deuda, lo que cierra esa vía de achique de la deuda pública.

Un quinto rasgo histórico de la política de la deuda pública en España ha sido su colocación en condiciones ajenas al mercado financiero. La existencia de deuda pública con opacidad fiscal y sin retención y el alto coeficiente de caja actual de los bancos sugiere que tampoco esta peculiaridad ha desaparecido. En los siglos XVIII y XIX fueron frecuentes las colocaciones forzadas de los títulos de la deuda pública: en las desamortizaciones de Carlos IV y Madoz se compensó a los propietarios de los bienes que se nacionalizaban con títulos de la deuda; también se satisfacían con títulos públicos los atrasos por material, personal e intereses de la deuda devengados, pero no satisfechos por las insuficiencias de la hacienda. Por otro lado, los intentos de esquivar las condiciones de los mercados financieros, para abaratar los costes explícitos de los déficit del Estado, han llevado en España a conceder privilegios y compensaciones a los prestamistas del gobierno. La utilización de esos expedientes ha sido impuesta a veces por la inexistencia de un mercado de fondos prestables. Tras los cierres de las bolsas de Londres y París, después del arreglo de Bravo Murillo, los ministros de Hacienda hubieron de recurrir a la Caja de Depósitos, cuyos depósitos se convertían automáticamente en pasivos del Estado, en el interior y a los grandes prestamistas internacionales en el exterior. J. Nadal (1975) indicó que éstos exigieron como compensación la aprobación en 1856 y 1868 de unas leyes favorables a las inversiones extranjeras en la banca, los ferrocarriles y la minería.

La concesión del monopolio de emisión de cédulas hipotecarias al Banco Hipotecario en 1872, y de billetes al Banco de España en 1874, fue la contrapartida que el Estado otorgó a esas instituciones por los préstamos que habrían de concederle en condiciones casi gratuitas. A esas alturas, el Estado español ya sólo podía ofrecer a sus prestamistas la explotación de monopolios, agotadas la desamortización del suelo y subsuelo y la legislación liberalizadora frente al exterior, como indicara G. Tortella (1981). A cambio de los préstamos, el Banco de España podía elevar los topes de emisión de billetes. En las situaciones de urgencia, además, el Banco de España suscribía grandes cantidades de deuda flotante, con lo que se fortalecía el mecanismo de la monetización directa del déficit.

En 1917 comenzó la utilización de la banca española para financiar el déficit público por debajo de los precios del mercado; como contrapartida al menor tipo de interés de la deuda pública, los bancos podían disponer de activos rentables e inmediatamente líquidos. Cuando se prohibió la emisión de deuda pignorable en 1957, surgió un nuevo artilugio para levantar deuda pública a tipos de interés inferiores a los del mercado: los coeficientes de inversión en fondos públicos que las instituciones financieras tenían que cumplir obligatoriamente. Como compensación, los bancos españoles obtenían líneas de redescuento especiales, además de elevadas comisiones por la deuda que ellos colocaban entre el público, y la inhibición del gobierno a emitir deuda que compitiese con sus depósitos.

Otra forma de rebajar los costes explícitos de los intereses de la deuda, que se ha utilizado en España en el siglo XX, ha sido la de exenciones en el pago de impuestos por los intereses de la deuda, o la desgravación a que daba lugar la suscripción de títulos públicos. Habría que calcular, sin embargo, si la minoración de ingresos generada no sobrepasó la disminución de los costes financieros del Estado. Otro expediente que ha contribuido a que las cargas financieras de la deuda no reflejasen el coste real de la fi-

FERNANDEZ VILLAVERDE TAMBIEN CONVIERTE

R. Fernández Villaverde es conocido por su reforma tributaria, en particular por la implantación de la contribución de utilidades. Pero el arreglo de la deuda no fue menos importante para su intento de solucionar los problemas de la hacienda, según sus propias manifestaciones y las de G. Solé Villalonga (1964). En efecto, para mejorar el crédito público era imprescindible la disminución del gasto, puesto que Fernández Villaverde no era partidario de elevar la presión fiscal global. Y para rebajar los gastos del Estado había que disminuir su partida fundamental: las cargas de la deuda, que ascendían al 43 por 100 de los gastos del Estado en 1898. El arreglo de Fernández Villaverde constaba de tres piezas: consolidación de la deuda del Tesoro en deuda amortizable, con plazo de 50 años; conversión de la deuda amortizable en perpetua, y disminución del interés efectivo de la deuda por el establecimiento de un impuesto del 20 por 100 sobre los intereses devengados por la deuda interior, incluyendo en ésta la exterior no estampillada en poder de españoles.

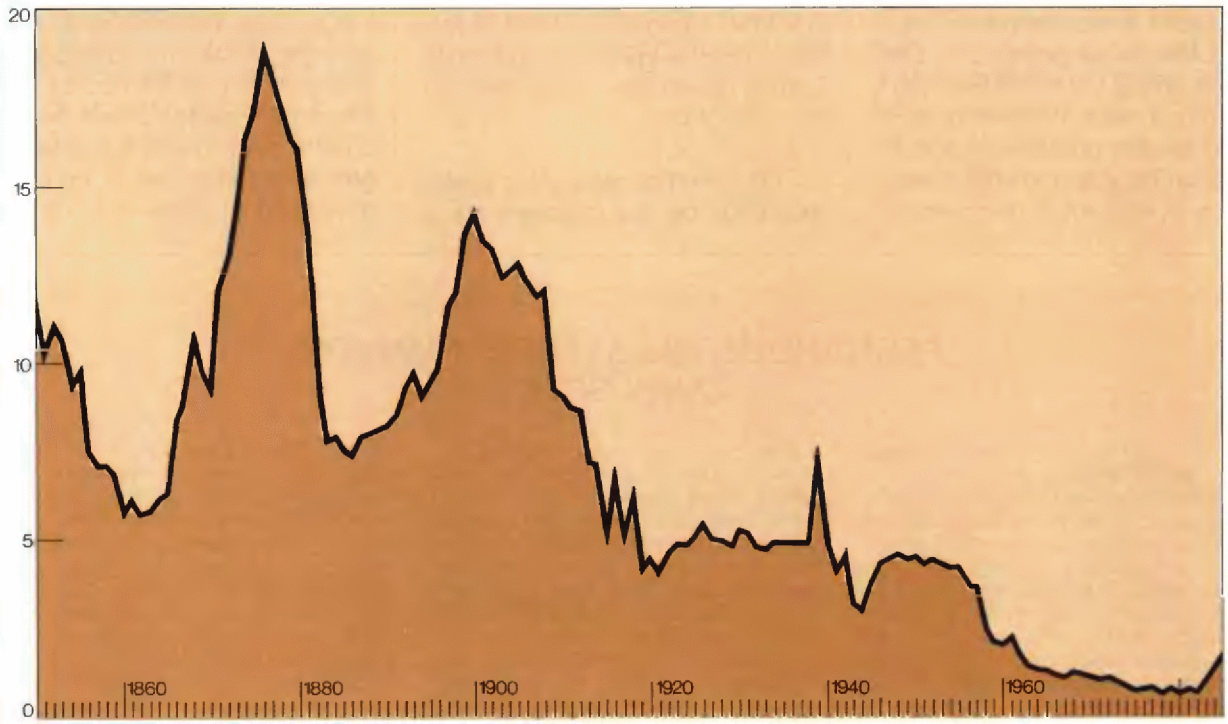
A pesar de que Fernández Villaverde compartía las preferencias de la ciencia financiera por la deuda amortizable, su reforma aumentó el peso de la deuda perpetua en la deuda pública total desde un 56 por 100 en 1898 a un 81 por 100 en 1907. Los tenedores fueron compensados por la suspensión de las amortizaciones y por el alargamiento de los vencimientos con un aumento del tipo nominal de interés. Eso se reflejó en los servicios de la deuda, que crecieron inicialmente desde un 43 por 100 en 1898 a un 46 por 100 en 1903. A medio plazo, sin embargo, las cargas de la deuda descendieron al 28 por 100 en 1914. Además, las cargas netas de la deuda disminuyeron, ya que de esos desembolsos habría que deducir los ingresos proporcionados por el impuesto del 20 por 100 sobre los intereses de la deuda interior. Un cálculo de urgencia indica que (considerando que sólo el 8,25 por 100 de la deuda estaba exenta del impuesto por ser deuda exterior), deducido el 20 por 100 del impuesto, las cargas de la deuda en 1903, que es el año máximo, sólo hubiesen significado, en términos netos, el 37,5 por 100 del gasto presupuestario. Por lo tanto, Fernández Villaverde sí redujo apreciablemente las cargas netas de la deuda. A cambio de esas pérdidas, Fernández Villaverde ofreció a los tenedores una mayor seguridad en el cobro de los intereses y el mantenimiento de su valor real, al estabilizar los precios. No hay que olvidar, por otro lado, que el aumento nominal de los intereses de la deuda tuvo su origen en que el Estado asumió las deudas de Cuba y Filipinas entre 1899 y 1902, pero también, como se comprueba en V. Fernández Acha (1976), porque las nuevas emisiones para la conversión se realizaron con primas apreciables: en la de 1899 la bonificación por el cambio de plazo consistió en un tipo de emisión del 82,81 por 100; en la de 1900, por 100 unidades de los billetes hipotecarios de Cuba de 1886 se entregaron 120 unidades de la deuda perpetua al 4 por 100, porque la conversión se realizó a la par en renta, conservando el rendimiento integro.



RAIMUNDO FERNANDEZ VILLAVERDE

El saneamiento de la hacienda iniciado por Fernández Villaverde es incuestionable: el volumen de deuda en circulación cayó desde los 13.280 millones de 1901 a los 10.325 millones de 1914, lo que suponía un descenso del 22 por 100, prácticamente completado antes de 1909. Hasta 1908 el descenso de la deuda pública en circulación tuvo su origen en los superávit presupuestarios que permitieron reducir los «tesoros» en circulación desde los 3.026 millones a principios de 1900, a los 456 millones a principios de 1909. La disminución de la deuda en circulación de 1909, que fue de unos 2.000 millones de pesetas (un 16 por 100 de la deuda en circulación a principios de 1909), fue ocasionada por el descenso de la deuda perpetua del 4 por 100 interior, ya que en ese año se amortizaron 2.001 millones de ese título, como se comprueba en Instituto de Estudio Fiscales (1979). La deuda en circulación pasó de ser 13 veces el volumen de gasto público y 1,3 veces la renta nacional antes del arreglo de Fernández Villaverde a superar sólo en 7 veces al gasto del Estado y bajar al 72 por 100 de la renta nacional en 1914. El peso de la deuda había caído, y las cargas financieras sólo representaban el 28 por 100 de los gastos del Estado en 1914.

GRAFICO 4
DEUDA PUBLICA EN CIRCULACION DIVIDIDA POR EL GASTO PRESUPUESTARIO DEL ESTADO (1850-1985)



nanciación del déficit público está constituido por los préstamos gratuitos del Banco de España. Sin embargo, esos créditos también minoraban los ingresos del Estado, que participa en los beneficios del Banco desde 1921. Por ello, ha podido suceder, como han señalado J. M. Olarra y P. Martínez Méndez (1982), que la ausencia de coste explícito de esos préstamos esconda un mayor coste que el de mercado, desde el momento en que se tengan en cuenta las distorsiones introducidas en el sistema financiero; es decir, que se trata de una «baratura ficticia».

Esta es precisamente la sexta característica de la historia financiera española: el Banco de España siempre ha prestado apoyo a la financiación del presupuesto del Estado. No sólo por los préstamos y adelantos directos y gratuitos, sino también porque en las situaciones más angustiosas de la hacienda pública el Banco de España ha sido el principal, e incluso único, financiador del déficit presupuestario. Adicionalmente, el Banco de España favoreció, modificando sus tipos de interés, los arreglos de la deuda y la monetización indirecta a través de la pignoración de la deuda. Las relaciones entre el Banco de España y el Tesoro han sido estudiadas por R. Ortega (1984), P. Tedde (1984) y G. Tortella (1970), para quien, ya a mediados del siglo XIX, el Banco de España era «el mejor amigo del gobierno». Como señaló J. Sardá (1948) y ha corroborado P. Martín Aceña (1985), esas prácticas generaron la subordinación de la política monetaria a la financiación del déficit presupuestario. Sólo son excepciones la época inicial y final del período aquí analizado. Antes de 1883 porque los billetes en circulación del Banco de España y las cuentas corrientes de la banca eran una parte muy pequeña de la oferta monetaria, constituida principalmente por monedas de pleno contenido que garantizaban una disciplina monetaria automática; y en la época reciente porque se intenta simultanear la financiación del déficit presupuestario con una política de control monetario.

La disminución de la deuda pública exterior a medida que se produce el crecimiento económico es otra de las características mencionadas al comienzo de este epígrafe. Como se observa en el gráfico 8, la importancia de la deuda exterior en la España del siglo XIX era mayor que en el siglo XX. Pero esa reducción del papel de la deuda exterior en la financiación del Estado no dependió tanto del desarrollo económico español cuanto de una decisión política de los gobiernos españoles, y de una situación excepcional, como fue la primera guerra mundial. Efectivamente, antes de que la economía española optase por la vía autárquica con el arancel proteccionista de 1891, la deuda exterior representaba en torno al 33 por 100 de la deuda pública total en circulación. Pero el volumen de deuda exterior ya era despreciable a principios de los años veinte. En el meteórico descenso habían influido varios factores: la política nacionalista y proteccionista frente al exterior favoreció la nacionalización de los pasivos públicos en manos de extranjeros, gracias a las reservas acumuladas durante la primera guerra mundial, a la favorable evolución del tipo de cambio y a las ventajas concedidas por los gobiernos españoles. No obstante, el descenso más considerable de la deuda exterior se produjo antes de la primera guerra mundial. La razón se encuentra en que una gran parte de la deuda exterior estaba en poder de españoles, y Fernández Villaverde obligó a que esos títulos se transformasen en deuda interior. De esta manera les podía cobrar su impuesto sobre los intereses de la deuda. Si se considera deuda exterior solamente la mantenida por extranjeros, puede decirse que desde 1883, cuando la deuda exterior comienza a pagarse en oro y los españoles comienzan a adquirirla, el endeudamiento público externo comenzó a perder importancia, incluso antes del diseño de la política económica nacionalista.

Dejando de lado los créditos que recibieron los nacionales para financiar la guerra civil, no fue hasta la apertura de la economía española, en los años sesenta, cuando la deuda pública exterior volvió a adquirir alguna importancia, inferior, en todo caso, a la del siglo XIX, situándose en torno al 9 por 100, y llegando a porcentajes del 20 ó 15 por 100 en 1978 y 1983, pero retornando al 9 por 100 en 1986. Es decir, que la deuda pública exterior recobró cierto peso cuando la economía española se abrió al comercio internacional y comenzó su proceso definitivo de industrialización. España tiene, en la actualidad, un volumen de endeudamiento exterior reducido, que no plantea problemas dado el nivel de reservas exteriores.

A lo largo de los últimos cien años se han producido cambios en las condiciones de emisión de los títulos de la deuda pública. Es difícil generalizar sobre la evolución de sus características sin un estudio que pondere los distintos tipos de deuda por su volumen. De todas maneras, con respecto a los plazos, se ha constatado un acortamiento del período de vencimiento de la deuda pública. Desde la conversión de Bravo Murillo hasta la de Calvo Sotelo predominó la deuda perpetua. Efectivamente, entre 1851 y 1928 la deuda perpetua se situó por encima del 50 por 100 del total, y en algunas fases superó el 80 por 100. Pero la conversión de Calvo Sotelo y la ausencia de emisiones de deuda perpetua desde aquella fecha condujo a la disminución de su tamaño relativo. Adicionalmente, los plazos de vencimiento de las deudas amortizables se han reducido desde los 70 años, del primer tercio del siglo XX, a los 50 años de plazo en la década de 1940, a los 20 ó 10 años en la década de 1960-1970, y a los 3 ó 5 años en la de los años ochenta.

Paralelamente, se observa una tendencia al aumento del interés nominal de la deuda del Estado. Es cierto, sin embargo, que esa evolución está distorsionada por el surgimiento del impuesto del 20 por 100 sobre los intereses de la deuda en 1900, por la posibilidad de pignoración desde 1917, y por el nacimiento, desde 1926, de la deuda sin impuestos. Los tipos de interés nominales de las emisones dependen, además, del interés vigente en el mercado en el momento del lanzamiento, que está sujeto a oscilaciones. Por otro lado, para conocer el interés efectivo de la deuda pública, hay que contar con los descuentos de emisión, también muy variables, pero mucho más amplios en el siglo XIX, cuando en las emisiones de épocas normales de la deuda interior no eran infrecuentes los descuentos del 15 ó 20 por 100. En las situaciones apuradas de la hacienda, las primas de emisión eran muy superiores. A finales del siglo XIX algunos tipos de emisión se situaron en torno al 95 por 100. A principios del siglo XX ese 5 por 100 pareció ser el descuento normal, hasta que desapareció o se situó en el 1 por 100 para determinados suscriptores. Esa descripción impresionista de los tipos de emisión sugiere que los intereses efectivos de la deuda pública eran más elevados en el siglo XIX que en el XX. Como señaló Piernas Hurtado (1901), la deficiencia más grave de la gestión de la deuda pública durante el siglo XIX fue «haber contraído los empréstitos a capital nominal»; esto es, con grandes descuentos (según sus cálculos, el tipo de emisión medio

LAS CONVERSIONES OPORTUNAS DEL SIGLO XX

En la primera mitad del siglo XX, las conversiones de la deuda realizadas, además de consolidaciones de las deudas del Tesoro como las de Alba (1917) y La Cierva (1919), fueron las de Calvo Sotelo (1927-1928), Chapaprieta (1935) y Larraz (1939). A comienzos de 1927, Calvo Sotelo decidió consolidar 5.225 millones de «tesoros» al 5 por 100. La primera parte de la operación fue voluntaria y potestativa (había opción a quedarse con los títulos antiguos), y en ella se consolidaron 4.810 millones; pero un mes después la consolidación se declaró facultativa (si no se convertía, el Tesoro reembolsaba los antiguos títulos). Los tenedores tenían la opción de elegir deuda con impuesto, con un tipo de emisión del 85,5 por 100, o deuda sin impuesto al tipo del 98 por 100. Las obligaciones del Tesoro fueron admitidas por el nominal más la prima de amortización del 1 por 100. Los suscriptores se inclinaron en mayor medida (en un 63 por 100) por la deuda libre de impuestos, innovación introducida por J. Calvo Sotelo en la emisión de deuda amortizable al 5 por 100 de 1926. El alargamiento del plazo se compensó con un tipo de emisión inferior al 100, por lo que la consolidación ocasionó un aumento del nominal de la deuda pública en circulación.

«La deuda perpetua no es eterna», decía el Decreto de marzo de 1928; pero como, a pesar de que en el siglo XIX se había establecido que una parte del Presupuesto había de destinarse a amortizar esa deuda, ese precepto se incumplía, Calvo Sotelo decidió convertir la perpetua en amortizable para modernizar la estructura de la deuda. Así, se autorizaba a convertir 1.000 millones de pesetas, que podían ampliarse, de la perpetua interior al 4 por 100 en deudas amortizables al 3 por 100 (recibiendo un nominal equivalente) o al 4 por 100 (recibiendo el 80 por 100 del nominal de deuda perpetua convertida) exentas de impuestos. La conversión fue un éxito: se convirtieron 3.122 millones. La ganancia era clara: no sólo la deuda se amortizaría, bien que a los 70 años, sino que además el interés efectivo mejoraba un 20 por 100, al tratarse de deuda sin impuestos. A cambio, los tenedores renunciaban a un 25 por 100 del interés o a un 20 por 100 del capital. Los conversionistas optaron (en un 65 por 100) por renunciar al 25 por 100 del interés.

La conversión de Chapaprieta aprovechó las condiciones de los mercados financieros españoles de los años treinta para reducir los intereses de la deuda pública. En realidad, el proceso empezó antes de que Chapaprieta accediese a la cartera de Hacienda: en abril del 35 se cambiaron 300 millones de «tesoros» al 5 por 100 por una suma equivalente de los mismos al 4 por 100. En agosto y septiembre de 1935 se convirtieron, a la par, «tesoros» al 5 por 100 y a dos años por obligaciones del Tesoro al 3,5 por 100, y los bonos oro de tesorería al 6 por 100 en otros similares al 4 por 100. En esas fechas también se convirtieron la deuda amortizable al 5 por 100, de 1900 y 1917, en deuda amortizable (en cincuenta años a partir de 1945) al 4 por 100. La conversión de Chapaprieta consistió, pues, en una reducción de los intereses y en un alargamiento de los plazos de amortización.



JOAQUIN CHAPAPRIETA

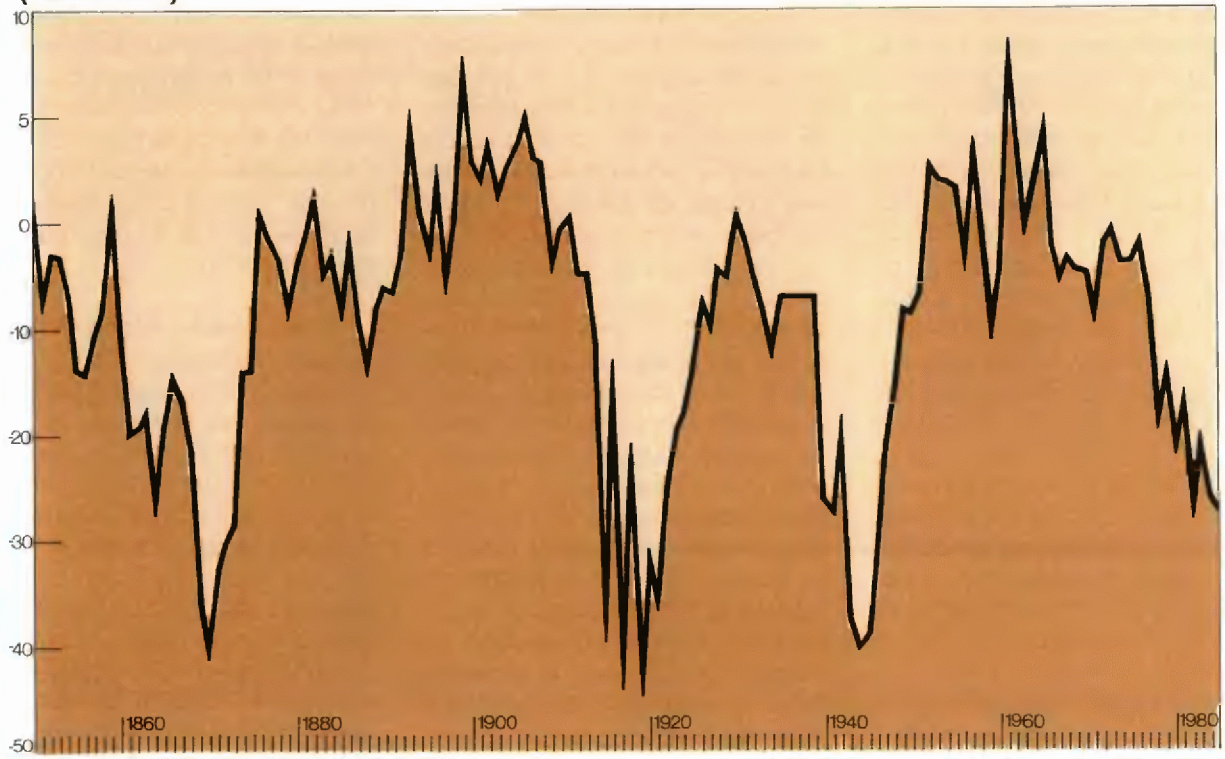
Esas operaciones con la deuda pública produjeron los efectos que se anunciaban: la de 1917, un aumento de la deuda pública en circulación y de las cargas financieras del Presupuesto, y una disminución del porcentaje de las obligaciones del Tesoro. La de La Cierva resultó en un aumento de la deuda pública, en una caída de los «tesoros» y en un descenso de las cargas financieras en el gasto presupuestario. La conversión de Calvo Sotelo aumentó el nominal de la deuda pública en circulación, redujo el porcentaje de los «tesoros» y de la deuda perpetua y disminuyó las cargas financieras. Esto último habría de compensarse con el descenso que tuvo que mostrar la tarifa II de la contribución de utilidades al surgir la deuda sin impuestos. El inicio de la guerra civil impide comprobar los efectos de la conversión de Chapaprieta, aunque no parece que las cargas financieras de la deuda cayesen en términos relativos a principios de 1936.

En 1939, Larraz realizó una ordenación de la deuda, iniciada en septiembre con la emisión de 2.000 millones de obligaciones del Tesoro al 3 por 100 de interés y a tres años de plazo, para obtener fondos con los que financiar el déficit. En octubre de 1939 se amplió esa emisión de obligaciones del Tesoro para convertir voluntariamente las antiguas con intereses entre el 3,5 y el 4,5 por 100, la conversión alcanzó a 2.465 millones de pesetas, es decir, la práctica totalidad. También en ese mes se acometió la conversión de las deudas amortizables que tuviesen un tipo de interés igual o superior al 4,5 por 100 por una nueva deuda amortizable al 4 por 100 libre de impuestos. Junto a la perpetua interior al 4 por 100, las nuevas deudas de Larraz («tesoros» al 3 por 100 y amortizable al 4 por 100, ambas sin impuestos) se convirtieron en el eje de la deuda pública desde entonces. Larraz, además, procedió a suspender las amortizaciones de la deuda hasta 1946.

El éxito del arreglo de Larraz se explica por los bajos intereses de mercado originados por la amplia oferta de dinero. Solé Villalonga (1964), sin embargo, cuestiona el calificativo de voluntaria para esa reforma por cuanto «se preparó» adecuadamente: en efecto, en 1939 se rebajaron los intereses legales del dinero y del descuento bancario; se otorgó prioridad en el pago de intereses vencidos a los títulos convertidos, y se aseguró la pignoración automática de las obligaciones del Tesoro por el 90 por 100 de su valor, estando la operación exenta del timbre. Como dijo Solé Villalonga (1964), tras las urgencias de la guerra civil, que habían devuelto la financiación del déficit a la monetización directa, con Larraz se preparó el camino para que la monetización indirecta pudiese alimentarse en la posguerra, ya que aquellas emisiones se destinaron principalmente a la banca. También cuando las conversiones de Fernández Villaverde, para la liquidación del desastre de 1898, se consiguió que el Banco de España disminuyese sus intereses y se suspendieron temporalmente las amortizaciones de la deuda. El efecto más visible del arreglo de Larraz fue la disminución de las cargas de la deuda, del 23 al 13 por 100 del total presupuestario, por la caída de los intereses y la suspensión de las amortizaciones. Cuando en 1946 se volvieron a practicar las amortizaciones, las cargas de la deuda retornaron al 15 por 100 de los gastos del Estado.

GRAFICO 5

PORCENTAJE DEL SALDO PRESUPUESTARIO DEL ESTADO DENTRO DE LOS GASTOS TOTALES DEL ESTADO (1850-1985)



entre 1851 y 1872 rondó el 23 por 100), y con tipos de interés efectivos más elevados que los nominales (según sus datos, el 9 frente al 3 por 100 en el siglo XIX).

Naturalmente, esa es otra circunstancia (el rendimiento de las emisiones) de los títulos públicos que ha variado en los siglos XIX y XX. Se partió de bajos intereses nominales a mediados del siglo XIX, que implicaban, sin embargo, altos rendimientos efectivos y reales, por el descuento con que se negociaban y por la estabilidad de los precios. A medida que se redujeron los descuentos en las emisones y aparecieron los impuestos sobre el capital, los intereses nominales se elevaron, pero cayeron los rendimientos efectivos y reales ante las elevaciones de los precios. Desde que la deuda se monetizó, el Estado se financió de manera más económica. El relevo de la pignoración automática por los coeficientes de inversión obligatoria también permitió al Tesoro una financiación más barata. Pero la situación cambió desde que, en 1978, se decidió acercar las emisiones de la deuda a las condiciones de mercado, ya que eso elevó los intereses nominales que tenía que pagar el Tesoro para financiar su déficit, y los rendimientos reales desde que se controló el proceso inflacionista.

A grandes rasgos, puede decirse que después de la reforma de Bravo Murillo los intereses nominales de las emisiones de la deuda del Estado oscilaban entre el 3 y el 5 por 100; la deuda en circulación que predominaba era al 3 por 100. Después del arreglo de Camacho los títulos públicos que gozaron de una mayor difusión fueron los del 4 por 100; pero las emisiones que financiaron la guerra de Cuba se hicieron a un mayor interés. Tras la reforma de Fernández Villaverde, en 1899, el tipo de interés normal de las emisiones subió al 5 por 100, sin duda para compensar el impuesto del 20 por 100 que se estableció sobre los rendimientos de los títulos públicos. A ese tipo de interés se mantuvieron las emisiones públicas hasta 1926; desde entonces el ren-

dimiento nominal de la deuda sin impuestos permaneció en el 5 por 100, pero el de la deuda con impuestos se elevó al 6 por 100. En 1928, sin embargo, se levantó la deuda pública al 3,5 por 100. Con la llegada de la República subieron inicialmente los intereses hasta el 6 por 100 en 1932, pero luego cayeron al 5 por 100 en 1935. Tras la guerra civil, los intereses nominales de la deuda descendieron al 4 y 3,5 por 100 en la década de 1940, y al 3 ó 4 por 100 en los años cincuenta. En la década de 1960 los intereses de las emisiones de la deuda del Estado subieron al 4,5 por 100, y en los años setenta el tipo de interés nominal ascendió al 6 por 100. El cambio en la gestión de la deuda hizo que, a partir de 1977, fuese más acentuada la elevación de los intereses nominales de las emisiones del Estado; desde entonces han superado el 10 por 100 nominal, e incluso el 15 por 100 en 1983.

Los bajos intereses nominales de la deuda pública antes de 1977, en comparación a los actuales, se explican por la colocación de la deuda al margen del mercado. Esos bajos rendimientos de los títulos públicos sólo eran admisibles por los tenedores en épocas en que se colocaban con premios considerables y con escasos aumentos de los precios, como ocurrió durante el siglo XIX, con excepción de sus años finales, o cuando el público adoleciese de la ilusión monetaria ante los procesos inflacionistas acentuados. En las grandes inflaciones de los años 1914-1920, o de los posteriores a la guerra civil, los rendimientos reales de la deuda pública llegaron a ser negativos en algunos años. Actualmente, el público anticipa la inflación, lo que obliga al Tesoro a subir los tipos nominales para mantener el interés real de los títulos.

III. LA NUEVA SITUACION DE LA DEUDA PUBLICA EN ESPAÑA

Aunque pueden encontrarse situaciones en la historia de la deuda pública española de los dos últimos siglos tan alarmantes como la actual, las características de los años ochenta son novedosas. Por eso es difícil que puedan aplicarse ahora los remedios que se han empleado en España en otros tiempos para salir del atolladero al que la hacienda pública se ha visto precipitada por los grandes volúmenes de deuda pública en circulación. La situación actual es nueva por las propias características de la deuda, pero también por el contexto económico y político en que esos pasivos públicos se han generado y se habrán de amortizar. Desde luego, si se toman como punto de referencia los últimos treinta años, la novedad del problema de la deuda es aún más sobresaliente, por cuanto el asombroso crecimiento reciente de la deuda, en términos absolutos o en relación a cualquier variable económica, contrasta con la caída de las décadas previas. Pero incluso si se coteja con etapas caóticas de la hacienda pública española previas al Plan de Estabilización, el contexto de la deuda pública actual es novedad por su dimensión, su dinámica y sus formas. Las características de la nueva situación de la deuda pueden compendiarse de la siguiente manera.

El rasgo más notorio es, desde luego, el gran crecimiento de la deuda pública en circulación desde 1975, explosivo desde 1982, que ha llevado a que se alcancen los máximos absolutos en el valor real de la deuda del Estado, y a tasas de crecimiento desconocidas hasta ahora, como puede comprobarse en el gráfico 1. También se ha incrementado notablemente la relación que la deuda del Estado mantiene con otras variables públicas o macroeconómicas. Por ejemplo, en 1975 se logró en España el mínimo de la relación existente entre la deuda pública y la renta nacional, situándose en el 8 por 100. Pues bien, en 1980 esa relación todavía era del 10 por 100, pero en 1985 el porcentaje ya se había elevado al 37 por 100 de la renta nacional.

Si se considera toda la deuda de las administraciones públicas, la situación aún es peor, por cuanto, según los datos de la Intervención General de la Administración del Estado (1985), en 1980 la deuda de todas las administraciones públicas ascendía al 19 por 100 del PIB, y en 1985 ya había llegado al 44 por 100. Téngase en cuenta para comparar las cifras presentadas en este trabajo y las de la IGAE que la Intervención General de la Administración del Estado incluye dentro de la deuda pública los recursos del Tesoro al Banco de España, que en 1984 ascendieron a 1.637 miles de millones de pesetas, mientras que aquí sólo una parte de ellos se considera como deuda pública en sentido estricto; exactamente, según I. Garrido (1985), 660 miles de millones. Hay que considerar a este respecto que, como indicó R. Ortega (1987), en los años comprendidos entre 1978 y 1985, el recurso del Tesoro al crédito del Banco de España constituyó el 50 por 100 del endeudamiento neto del Estado. Lógicamente, ese crecimiento acelerado de la deuda en circulación ha inducido (como se observa en el gráfico 6) una elevación de las cargas financieras del presupuesto del Estado, que han pasado de significar un 2 por 100 del gasto presupuestario del

Estado en 1981 a constituir el 18 por 100 en 1985. Si las cargas financieras de la deuda del Estado se comparan con la renta nacional, su crecimiento relativo aún ha sido más notorio, puesto que de significar el 0,32 por 100 en 1981 han pasado a ser el 4,16 por 100 en 1985, como puede verse en el gráfico 2.

Una segunda característica de la nueva situación de la deuda pública radica en el cambio de su estructura. Destaca el papel estelar adquirido por la deuda del Tesoro. Mientras que en 1978 únicamente representaba el 0,04 por 100 de la deuda total del Estado en circulación, en 1986 ya ascendía al 49 por 100. Esa preponderancia de la deuda a corto plazo contrasta radicalmente (como se comprueba en el gráfico 7) con la situación previa. Puede encontrarse algún precedente histórico de esa desproporcionada utilización de la deuda flotante, pero siempre se trató de situaciones con urgencias de fondos para atenciones bélicas o con acentuados trastornos políticos. También contrasta con las décadas previas la pérdida de importancia de las cédulas para inversiones, generalizadas desde los años sesenta. En 1977 representaban el 70 por 100 de la deuda del Estado, mientras que en 1986 ya sólo componían el 15 por 100. Contrariamente, desde 1981 se constata una recuperación de las deudas especiales, que del 1,2 por 100 de la deuda total han pasado al 14 por 100 en 1986. Véanse los gráficos 8 y 9.

Una tercera novedad de la deuda pública actual consiste en el intento de modernizar la política de gestión de la deuda pública, iniciado en 1978 y consolidado en 1983, cuando se decidió que la gestión del endeudamiento público no enmascarase el coste de financiar el déficit presupuestario. Efectivamente, desde finales de la década de 1970 se han querido acercar las emisiones públicas a las condiciones del mercado financiero (lo que se ha manifesta-

GRAFICO 6
PORCENTAJE DE LAS CARGAS FINANCIERAS DE LA DEUDA DENTRO DEL GASTO PRESUPUESTARIO DEL ESTADO (1850-1985)

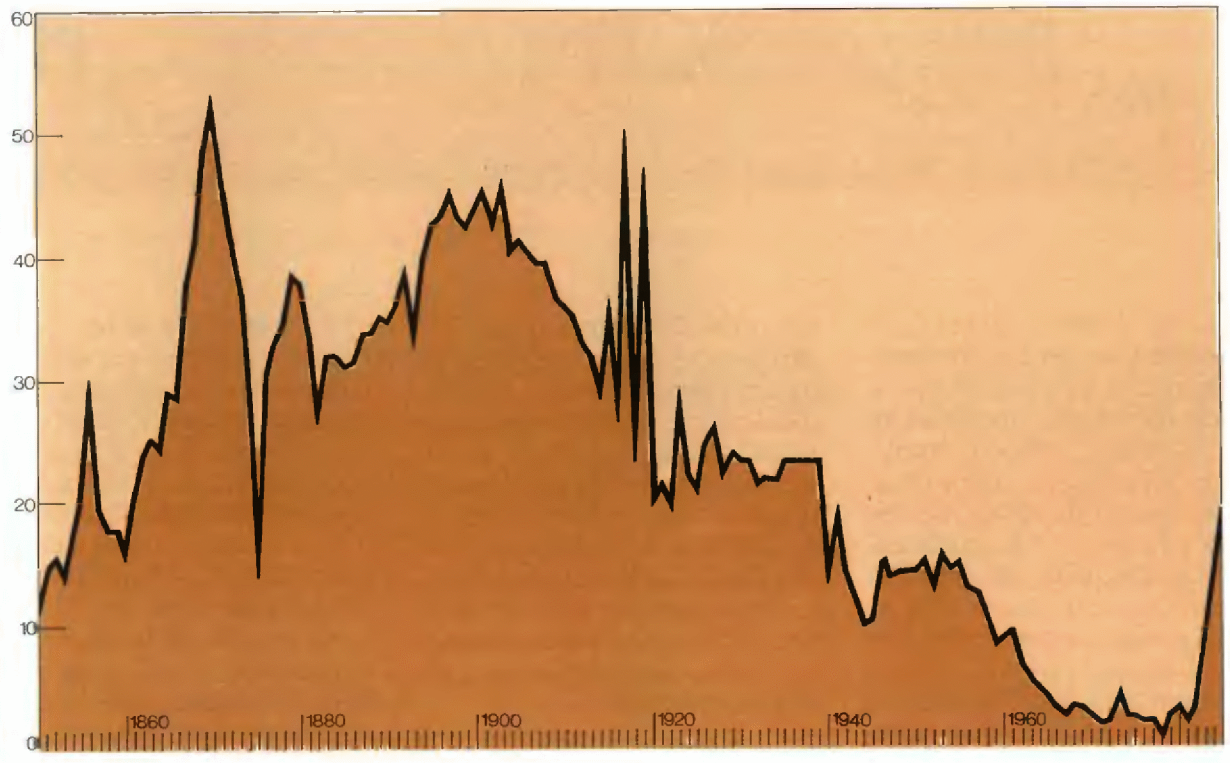
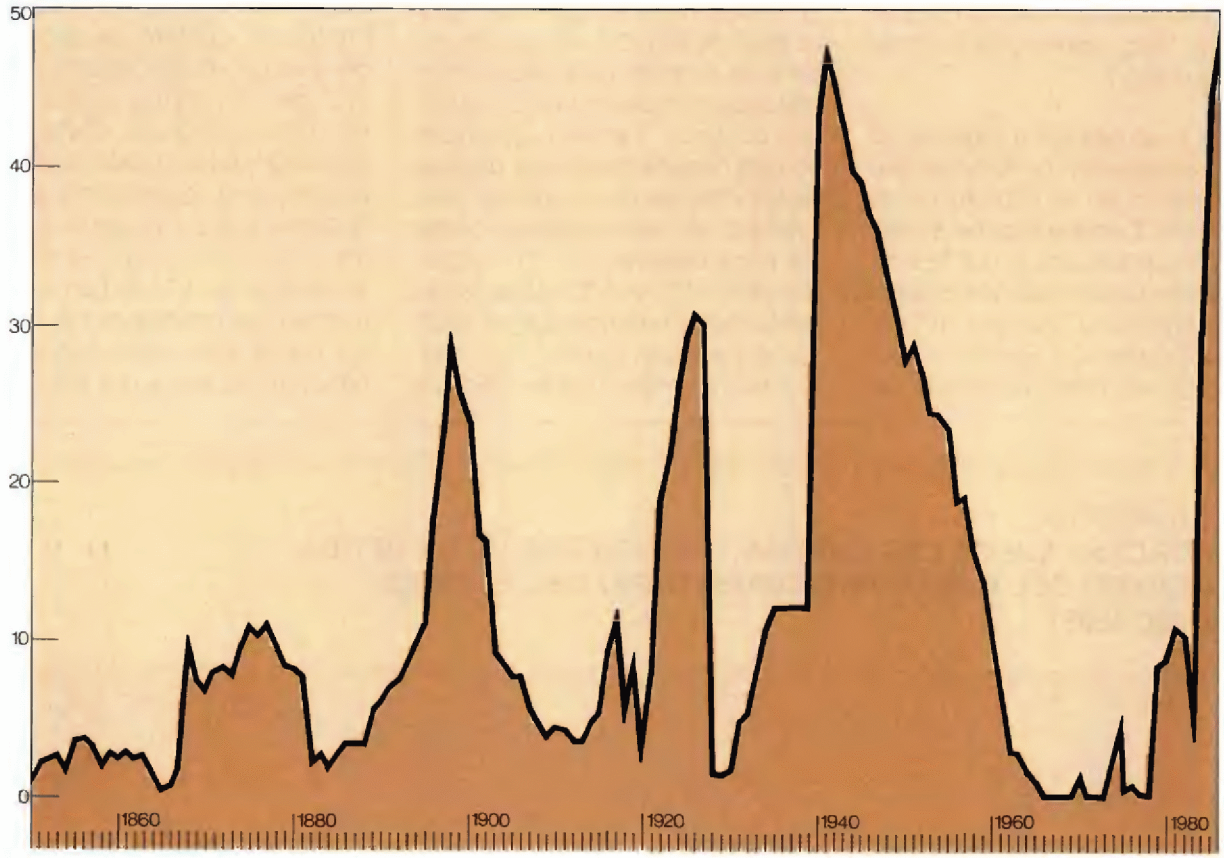


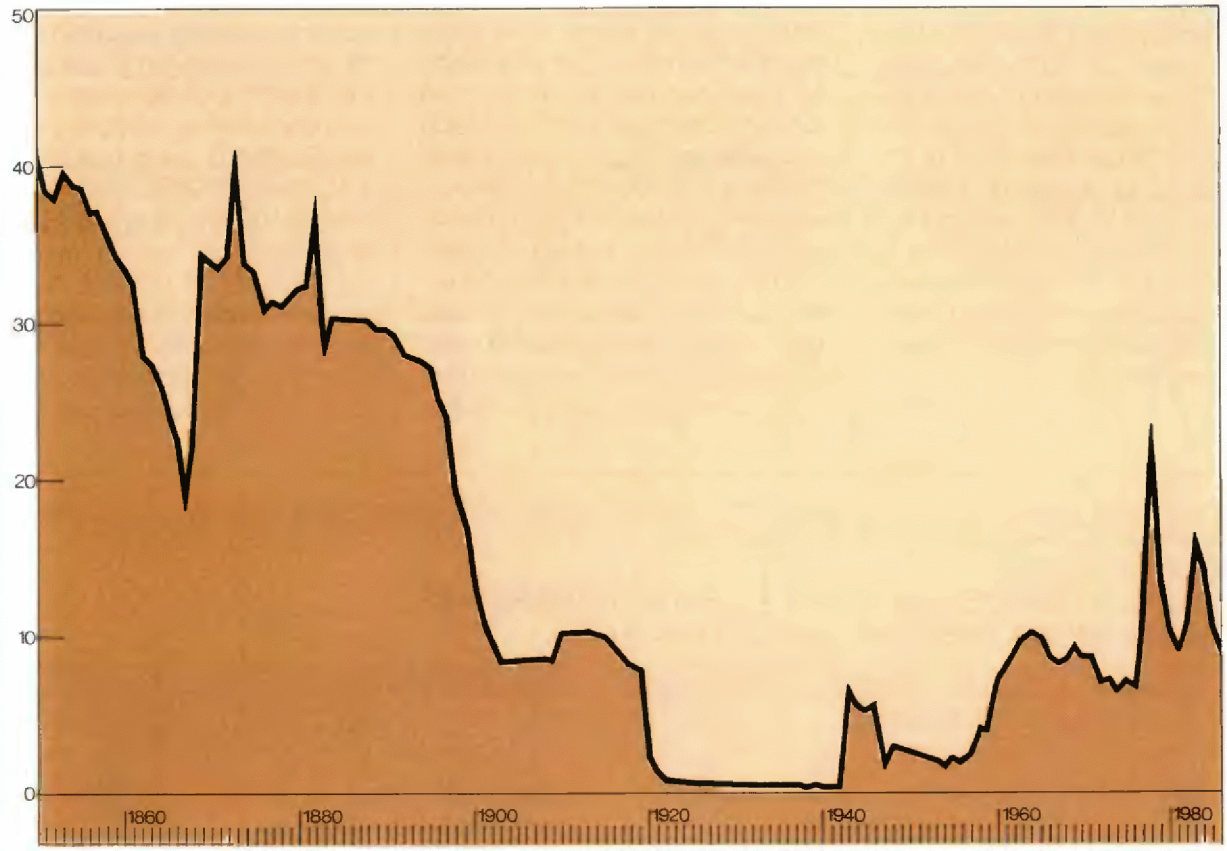
GRAFICO 7
PORCENTAJE DE LA DEUDA DEL TESORO EN LA DEUDA PUBLICA TOTAL (1850-1986)



do en una elevación de los tipos de interés y en un acortamiento de los plazos de vencimiento) y colocar cantidades crecientes de deuda entre el público e instituciones no financieras. También se ha pretendido prescindir del recurso del Tesoro al Banco de España. Los resultados han sido parciales, puesto que desde 1983 las instituciones financieras volvieron a presentarse como los principales suscriptores de la deuda pública, y, a pesar de las intenciones, cuando la situación del mercado se ha encarecido, el Tesoro ha vuelto a recurrir al Banco de España. Por otro lado, las desgravaciones de las emisiones públicas, algunos años mayores que las de las privadas, y la opacidad fiscal de determinados pasivos públicos ha llevado a que el Tesoro siga financiándose a costes explícitos inferiores a los del mercado; aunque recientemente se ha emprendido una tendencia a la desaparición de las desgravaciones y de la opacidad fiscal.

La modernización formal de la deuda y su gestión es otra novedad. Desde 1978 se han comenzado a regularizar las emisiones de la deuda, a generalizar nuevas modalidades de colocación, como las subastas, y a introducir una nueva formalización de los títulos, como son las anotaciones en cuentas o la puesta en marcha del mercado telefónico. También puede presentarse como una novedad en la gestión de la deuda la intención que muestran las autoridades de financiar los déficit presupuestarios sin recurrir a la expansión monetaria, o incluso a financiarlos con recursos del Te-

GRAFICO 8
PORCENTAJE DE LA DEUDA PUBLICA EXTERIOR EN LA DEUDA PUBLICA TOTAL (1850-1986)



soro al Banco de España, pero manteniendo una disciplina monetaria con los otros factores de creación de la oferta monetaria, como señaló F. Cabrillo (1985). Desde que se abandonaron los patrones metálicos a finales del siglo XIX, la política monetaria en España ha comenzado a independizarse de la política fiscal.

Esa nueva era de la deuda ha tenido su gestación en el agrandamiento de los déficit públicos ocurridos desde finales de la década de 1970. Según los datos de FIES (1987), el déficit público se desarrolló desde un 0,62 por 100 del PIB en 1977 a un 5,70 por 100 en 1986; el 5,62 por 100, sin embargo, ya se había alcanzado en 1982, año en el que el crecimiento de la deuda pública española se dispara. Aunque también hay otros orígenes de la deuda, como la asunción de deudas de empresas públicas o las nacionalizaciones, ese crecimiento del déficit público es el factor generador del aumento inicial de la deuda que, una vez adquiere un determinado volumen y los tipos de interés reales superan el ritmo de crecimiento de la economía, comienza a reproducirse espontáneamente, gracias al proceso de autoalimentación. El enorme volumen actual de la deuda pública se ha producido, al igual que en alguna otra etapa de la historia española, al compás de grandes déficit públicos en relación a los ingresos ordinarios del Estado, como se ve en el gráfico 5.

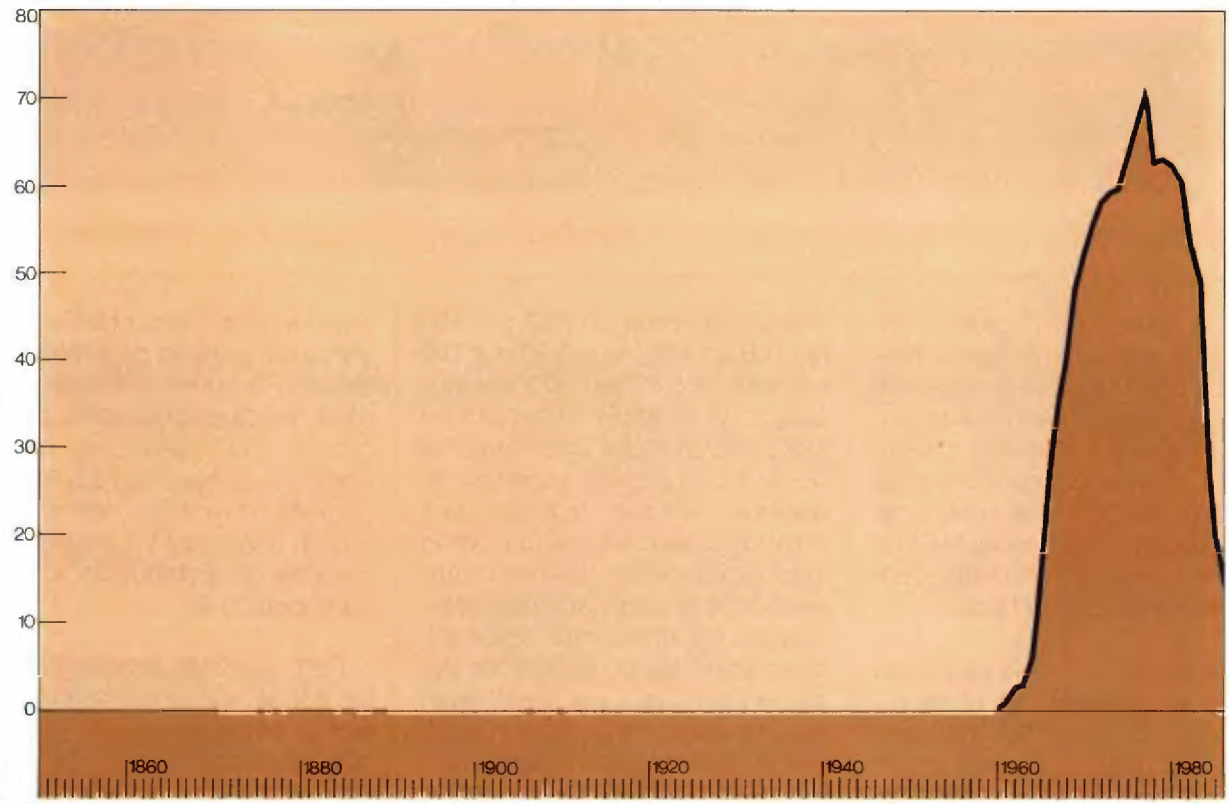
Pero aquellos precedentes de las dificultades actuales de la hacienda coincidieron con grandes conflictos políticos o bélicos en el interior o en el exterior. En contraposición, a la situación actual

de la deuda se ha llegado sin ningún conflicto social tan catastrófico como los ocurridos durante el sexenio revolucionario (1868-1874), la primera guerra mundial (1914-1918) o la guerra civil española (1936-1939). Bien es cierto, sin embargo, que han tenido lugar un proceso de democratización política y una crisis económica justo en el momento en que se ampliaba el déficit. Pero la gran explosión de la deuda ha ocurrido precisamente cuando la transición política se había cumplido, el porcentaje del déficit presupuestario en el PIB se estabilizaba y la economía española comenzaba a sortear la crisis.

El panorama actual de la deuda pública es también nuevo por el contexto en que habrá de amortizarse. En la actualidad es impensable un repudio, y es prácticamente imposible la reducción de su valor real a través de la monetización de los déficit. Y no tanto por la declarada voluntad política de evitar esa monetización, sino fundamentalmente porque, debido a la desaparición de la ilusión monetaria y a la adopción de expectativas racionales por los inversores españoles, el público tiende a incorporar la tasa de inflación esperada a sus decisiones; y ante una previsión de monetización del déficit exigirá unos mayores intereses nominales, para mantener un mismo rendimiento real de sus fondos, cuando el Tesoro pretenda renovar la ingente cantidad de deuda a corto existente.

A pesar de todas esas novedades, no es la primera vez que la hacienda pública española tropieza con un volumen y una estructura temporal de la deuda tan desproporcionados como los actuales. En contra de lo que sostiene F. Cabrillo (1985), quien piensa que «el endeudamiento español reciente es un fenómeno de características no usuales del cual no es fácil encontrar precedentes que permitan anticipar, con alguna exactitud, su desenlace», la historia financiera española de los

GRAFICO 9
PORCENTAJE DE LAS CEDULAS PARA INVERSIONES EN LA DEUDA PUBLICA TOTAL (1850-1986)

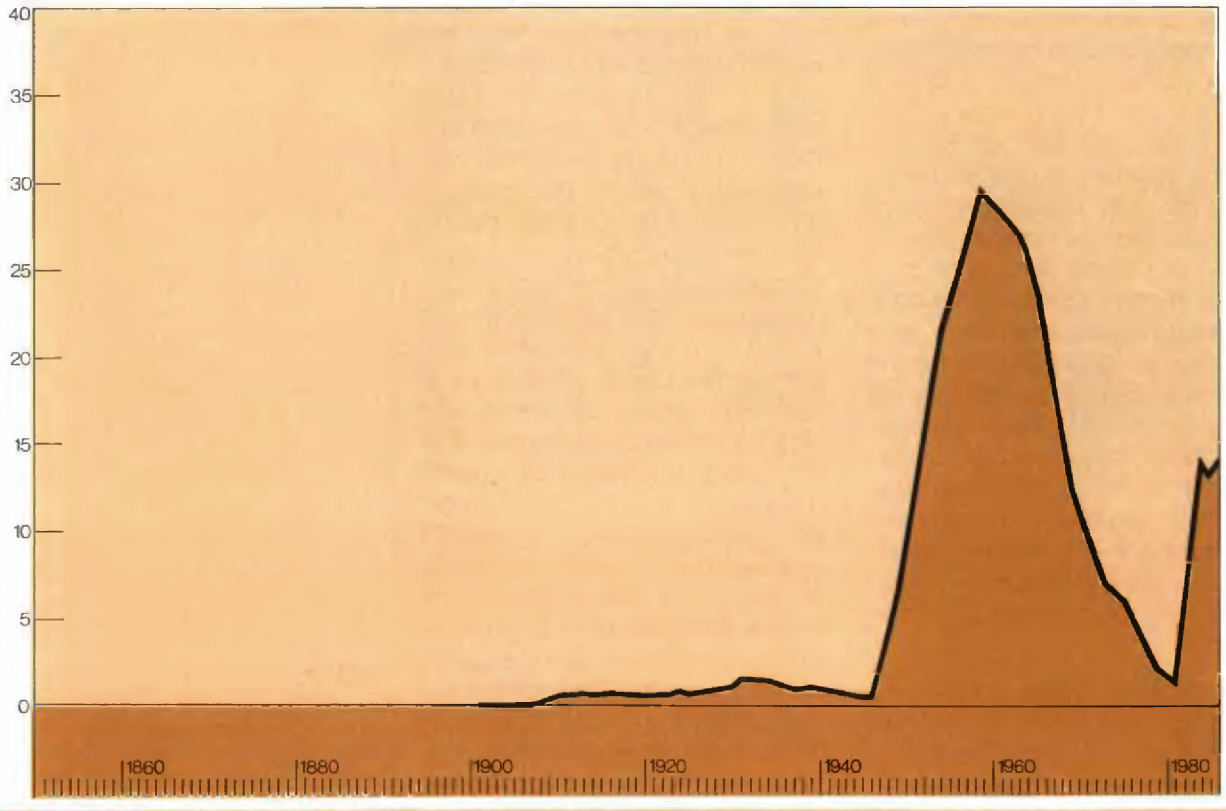


dos últimos siglos pasó por experiencias similares a la actual. De su análisis no podrá extraerse una predicción exacta para el futuro de la deuda, pero puede sacarse al menos la siguiente enseñanza: si no se reduce el déficit, la deuda pública aumentará hasta que sus cargas financieras engullan tales proporciones del presupuesto de gastos que se conviertan en responsables exclusivas del déficit público; entonces habrá que emitir deuda únicamente para pagar los intereses y amortizaciones de las deudas ya existentes. Si no caen los tipos de interés o aumenta más la renta nacional, el crecimiento del endeudamiento público será explosivo, y los responsables de la hacienda pública no tendrán más remedio que reducir compulsivamente su tamaño, ya que, históricamente, existen unos topes al endeudamiento del Estado.

Hasta tiempos muy recientes, la escasa eficacia y nula flexibilidad del sistema tributario español establecía los máximos hasta los que podía llegar el endeudamiento del Estado; el papel de la renta nacional era secundario. Los momentos en los que los ministros de Hacienda españoles tomaron decisiones drásticas con respecto a la deuda pública en España se caracterizaron por altas relaciones servicio de la deuda/gasto público, mientras que los coeficientes deuda/renta nacional eran moderados, como puede comprobarse en los gráficos 3 y 6. En plena década de 1980 el sistema tributario es más eficaz que entre 1800 y 1964, y puede seguir los movimientos de la renta. Pero si el crecimiento de la renta real es inferior al tipo de interés real de la deuda pública aquel límite máximo del endeudamiento público no tardará en alcanzarse.

Cuando un gobierno se encuentra en ese extremo y tiene dificultades para atender los servicios de la deuda, no le queda más remedio que repudiarla, bien explícita, bien encubiertamente. F. Ca-

GRAFICO 10
PORCENTAJE DE LAS DEUDAS ESPECIALES EN LA DEUDA PUBLICA TOTAL (1850-1986)



brillo (1985) indicó que el Tesoro «puede acudir a su repudio o a su monetización». Habría que añadir otro mecanismo que se utilizó en el siglo XIX, cual fue la nacionalización de los bienes del clero y los municipios, y su posterior venta por el Estado; la desamortización no fue totalmente efectiva para hacer desaparecer la deuda, porque el volumen de ésta era muy superior al valor de venta de los bienes desamortizados y porque no se destinaron a la amortización de la deuda todos los fondos que la ley estableció. Los arreglos de la deuda son la manera más montaraz de disminuir el volumen de la deuda pública, o sus cargas financieras, reduciendo el nominal de los títulos, el tipo de interés nominal o efectivo y alargando el vencimiento. A ellos recurrieron algunos ministros españoles del siglo XIX y de la primera mitad del siglo XX.

Desde finales del siglo pasado se puso en práctica el mecanismo de la monetización del déficit presupuestario, innovación a la que contribuyó el Tesoro español precisamente para salir de los perennes apuros financieros de su hacienda. Los repudios eran un reconocimiento de suspensión de pagos por parte del gobierno, y tenían fuertes costes políticos y financieros para el Estado y para el sector privado de la economía española. Esas suspensiones de pagos también afectaban a la deuda exterior, pero, salvo en contados casos, los responsables de la hacienda española fueron más respetuosos con los prestamistas internacionales que con los españoles, aunque aquéllos se quejasen más.

Antes de los años 1880 la monetización del déficit del Estado era impracticable. Sólo desde que se concedió el monopolio de emisión al Banco de España, en 1874, y desde que en 1883 se suspendió la convertibilidad oro de la peseta España pudo contar con un sistema fiduciario en el que los billetes del banco emisor, primero, y las cuentas corrientes de la banca, después, comenzaron a predominar sobre la moneda metálica. Desde la década de 1890 y, sobre todo, desde 1914, los ministros de Hacienda españoles pudieron utilizar la inflación como procedimiento de arreglo de la deuda interior, que disminuía su valor real sin ningún aspaviento legal que soliviantara a los tenedores. Hubo ministros que, por sus convicciones monetaristas, prescinderon del ingenio inflacionista, pero que cayeron en la tentación de recurrir a otro tipo de repudio encubierto, cual es el establecimiento de impuestos (o su cobro efectivo) sobre los rendimientos de la deuda o, lo que es lo mismo, el levantamiento de exenciones vigentes.

Si los responsables de la hacienda dejan que el déficit se enquiste, y que el volumen de deuda se dispare, a la larga tendrán que recurrir a alguno de esos mecanismos, o inventarse otros nuevos, ya que los conocidos parecen difícilmente aplicables en la situación actual. El problema de la deuda parece empantanado ahora en España, ya que, aunque el porcentaje del déficit público en el PIB haya dejado de crecer, aún sigue siendo considerable. Por otro lado, la política de control monetario y el simultáneo recurso del Tesoro al Banco de España mantienen los tipos de interés elevados, lo que lleva a que las prórrogas de la deuda a corto o las nuevas emisiones sean caras y eleven los costes de financiación del déficit. Y, por último, aunque las autoridades económicas relajaran el control de la inflación, este mecanismo sería inoperante para reducir el volumen de endeudamiento real, porque los plazos de la deuda son cortos y los prestamistas exigirían mayores intereses nominales. Parece que el único remedio histórico aplicable es el que practicó Fernández Villaverde: reducir los costes netos de la deuda cobrando impuestos sobre los intereses de la misma, y lograr unos cuantos superávit continuados, estabilizando los gastos públicos y elevando los ingresos, para aplicar los sobrantes a recoger la deuda pública en circulación.

NOTA

(*) Quiero agradecer a J. Fontana, E. Fuentes Quintana, J. M. González-Páramo, P. Martín Aceña, L. Prados de la Escosura, P. Tedde de Lorca y G. Tortella la ayuda prestada para la realización de este artículo.

BIBLIOGRAFIA

ANES, R., y TEDDE, P. (1976): «La Deuda pública y el Banco de España (1874-1900)», *Hacienda Pública Española,* n.° 38, págs. 35-50.

ARTOLA, M. (1986): *La Hacienda del siglo XIX. Progresistas y moderados,* Madrid, Alianza.

BANCO DE ESPAÑA (1982): *Mercado de valores: Administraciones Públicas, Series históricas, 1962-1981,* Documento de Trabajo n.° 8212, Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.

— (1982): «Series históricas, VIII. Sector público: Estado (1962-1981)», *Boletín Estadístico,* septiembre.

— (1986): *Informe Anual 1985, Apéndice estadístico,* Madrid.

BUSTELO, F., y G. TORTELLA (1976): «Monetary inflation in Spain, 1800-1970», *Journal of European Economic History,* n.° 1, págs. 141-150.

CABRILLO, F. (1985): «La monetización a largo plazo del déficit público», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.° 23, págs. 404-407.

CANGA ARGÜELLES, J. (1834): *Diccionario de Hacienda,* Madrid.

COMIN, F. (1985): *Fuentes cuantitativas para el estudio del Sector Público en España, 1801-1980,* Madrid, Instituto de Estudios Fiscales, Monografía n° 40.

— (1986): «El Presupuesto del Estado tras la Guerra Civil: dos pasos atrás», *Economistas,* número 21, págs. 24-32.

— (1987): *Hacienda y Economía en la España Contemporánea (1800-1936),* Madrid (de próxima aparición en Instituto de Estudios Fiscales).

COMISIÓN DEL PATRÓN ORO (1929): «Dictamen de la Comisión nombrada por Real Orden de 9 de enero de 1929, para el estudio de la implantación del patrón oro en España», reedición en *Información Comercial Española,* número 318, 1960.

COSTAS COMESAÑA, A. (1983): *Política económica y reforma liberal (1868-1874).* Tesis doctoral inédita, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de Barcelona.

ESTAPE, F. (1971): *La reforma tributaria de 1845,* Madrid, Instituto de Estudios Fiscales.

FERNÁNDEZ ACHA, V. (1976): «La Deuda Pública», en *Datos básicos para la Historia Financiera de España (1850-1975),* I.E.F., Madrid, volumen II, págs. 3-758.

FERNÁNDEZ, E. (1985): «Endeudamiento público: algunos aspectos de su evolución reciente», en Banco de España, *Boletín Económico,* noviembre, págs. 11-21

FIES (1987): «Evolución de los ingresos, gastos y déficit de las Administraciones públicas españolas».

FONTANA, J. (1973): *Hacienda y Estado en la crisis final del Antiguo Régimen español, 1823-1833,* Madrid, Instituto de Estudios Fiscales.

— (1977): *La Revolución Liberal (Política y Hacienda), 1833-45,* Madrid, Instituto de Estudios Fiscales.

— (1980): *La Hacienda en la Historia de España (1700-1931),* Madrid, Instituto de Estudios Fiscales.

— (1985): «La Deuda pública en España, 1750-1850» (inédito).

FUENTES QUINTANA, E. (1961): «Los principios del reparto de la carga tributaria en España», *Revista de Derecho Financiero y de Hacienda Pública,* n.° 41, págs. 161-298

— (1978): «El estilo tributario latino: Características generales y problemas para su reforma», en J. L. García Delgado y J. Segura (eds.): *Ciencia social y análisis económico. Estudios en homenaje al profesor V. Andrés Álvarez,* Madrid, Tecnos, págs. 195-279.

— (1983): «Hacienda democrática y reforma fiscal. Notas para un balance de la reciente experiencia histórica española», en G. Anes, L. A. Rojo y P. Tedde (eds.), *Historia económica y pensamiento social,* Madrid, Alianza, pp. 475-522.

GARCÍA DELGADO, J. L. (1984): «La industria española en el primer tercio del siglo XX», en J. M. Jover (ed.): *Los comienzos del siglo XX. La población, la economía, la sociedad (1898-1931),* Madrid, Espasa Calpe, págs. 3-171.

GARRIDO, I. (1985): «La evolución reciente de la deuda pública del Estado». PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.° 23, pp. 408-413.

GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M. (1985): «El déficit y la economía: indicadores de la política fiscal», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.° 24, páginas 264-277.

— (1987): «El déficit del Estado en 1986 y su financiación», *Economistas,* n.° 23, páginas 58-60.

GONZALO, L. (1981): *El Tesoro público y la Caja General de Depósitos, 1852-1868,* Madrid, Instituto de Estudios Fiscales.

GOODE, R. (1984): *Government Finance in developing countries,* Washington, The Brookings Institution.

INSTITUTO DE ESTUDIOS FISCALES (1979): *Estadísticas de las Cuentas Generales del Estado, Años 1908 a 1923-24,* Madrid.

— (1982): *Estadísticas de las Cuentas Generales del Estado, Años 1924/II a 1935,* Madrid.

INTERVENCIÓN GENERAL DE LA ADMINISTRACIÓN DEL ESTADO (1891): *Estadística de los Presupuestos Generales del Estado y de los Resultados que ha ofrecido su liquidación, años 1850 a 1890-91,* Madrid, (reed. del Instituto de Estudios Fiscales, 1975).

— (1909): *Estadística de los Presupuestos Generales del Estado y de los Resultados que ha ofrecido su liquidación, Años 1890-91 a*

1907, Madrid (reed. del Instituto de Estudios Fiscales, 1976).

— (s. f.): *Cuentas del Estado Español, 1940 a 1957)* (de futura publicación por el Instituto de Estudios Fiscales).

— (1985): *Actuación Económica y Financiera de las Administraciones Públicas en 1985,* Madrid, Ministerio de Hacienda.

LABRADOR, C. (1850): *Economía político-práctica o Examen del proyecto de arreglo de la Deuda de España,* Madrid.

LAGARES, M. J. (1982): *Déficit público y crisis económica,* Madrid, Instituto de Estudios Económicos.

LASARTE, J. (1985) «La deuda pública en la Ley de Presupuestos de 1985» en PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.° 23, págs. 414-422.

LÓPEZ OTERO, J. L. (ed.)(1982): *La Deuda Pública,* Madrid, Instituto de Estudios Fiscales.

MARTÍN ACEÑA, P. (1984): *La política monetaria en España, 1919-1935,* Madrid, Instituto de Estudios Fiscales.

— (1985a): «Déficit público y política monetaria en la Restauración, 1874-1923», en P. Martín Aceña y L. Prados de la Escosura (eds.), *La Nueva Historia Económica en España,* Madrid, Tecnos, págs. 262-284.

— (1985b): *La cantidad de dinero en España, 1900-1935,* Madrid, Banco de España.

— (1985c): «Desarrollo y modernización del sistema financiero, 1844-1935», en N. Sánchez-Albornoz (ed.) (1987), Madrid, Alianza, páginas 121-146.

— y F. COMÍN (1984): «La política monetaria y fiscal durante la dictadura y la segunda república», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, número 20, págs. 236-261.

MARTÍN NIÑO, J. (1972): *La Hacienda española y la Revolución de 1868,* Madrid, Instituto de Estudios Fiscales.

MINISTERIO DE HACIENDA (1940): *Resumen provincial sobre la evolución de la Hacienda desde el 18 de julio de 1936 hasta el presente,* Madrid.

— (1957 a 1974). *Información Estadística del Ministerio de Hacienda, Años 1956 a 1973,* Madrid.

— (1975 a 1981): *Estadísticas Presupuestarias y Fiscales, Años 1974 a 1980,* Madrid.

MORAL RUIZ, J. del (1982): «Consideraciones en torno a las conversiones de la Deuda Pública en España, 1820-1851», en J. L. López Otero (ed.) (1982), págs. 823-832.

MUSGRAVE, R. A., y P. B. MUSGRAVE (1981): *Hacienda Pública Teórica y Aplicada,* Madrid, Instituto de Estudios Fiscales.

NADAL, J. (1975): *El fracaso de la revolución industrial en España,* Barcelona, Ariel.

OLARRA, J. M., y P. MARTÍNEZ MÉNDEZ (1982): *La Deuda Pública y la Ley General Presupuestaria,* Servicio de Estudios del Banco de España, Documento de Trabajo n.° 8203, Madrid.

ORTEGA, R. (1982): «Déficit público, política de deuda y política monetaria: Una visión crítica», en J. L. López Otero (ed.) (1982), páginas 41-113.

— (1984): «El déficit público y su financiación», *Hacienda Pública Española,* n.° 88, páginas 23-47.

— (1987). «Tendencias recientes y problemas inmediatos de la política de deuda pública», en PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.° 32, págs. 130-147.

PEDROS ABELLO, A. (1978): «La deuda pignorable y sus efectos sobre la política monetaria», *Hacienda Pública Española,* n.° 52, páginas 33-48.

PIERNAS HURTADO, J. (1901): *Tratado de Hacienda Pública y examen de la española,* Madrid.

PRADOS DE LA ESCOSURA, L. (1982): *Comercio exterior y crecimiento económico en España, 1826-1913: Tendencias a largo plazo,* Madrid, Banco de España.

RAMOS, D. (1950): «Martín de Garay y el crédito público», *Anales de Economía,* n.° 38, páginas 163-179.

REPULLO, R. (1986): «Déficit, deuda pública e inflación: aspectos teóricos y aplicación al caso español», *Boletín Económico,* Banco de España, diciembre, págs. 13-24.

SÁNCHEZ ALBORNOZ N. (ed.) (1987). *La modernización económica de España, 1830-1930,* Madrid, Alianza.

SARDÁ, J. (1948): *La política monetaria y las fluctuaciones de la economía española en el siglo XIX.* Reedición por Ariel, Barcelona, 1970.

SEBASTIÁN, M. (1981): «La política presupuestaria y de deuda pública (1940-1980)», *Revista de Derecho Financiero y de Hacienda Pública,* n.° 151, págs. 17-50

SOLE VILLALONGA, G. (1964): *La Deuda pública en España y el mercado de capitales,* Madrid, Instituto de Estudios Fiscales.

— (1967): *La reforma fiscal de Villaverde, 1899-1900,* Madrid, Editorial del Derecho Financiero.

TEDDE DE LORCA, P. (1984): «El Banco de San Carlos y la Real Hacienda (1794-1828)», en M. Artola y L. M. Bilbao (eds.), *Estudios de Hacienda: de Ensenada a Mon,* Madrid, Instituto de Estudios Fiscales, págs. 509-528.

TORTELLA, G. (1970): «El Banco de España entre 1829 y 1929. La formación de un banco central», en *El Banco de España: Una Historia Económica,* Madrid, págs. 261-313.

— (1981): «La economía española, 1830-1900», en M. Tuñón de Lara (ed.), *Revolución burguesa, oligarquía y constitucionalismo (1834-1923),* Barcelona, Labor, págs. 11-167.

URIEL, E. (1986): *Enlace entre los sistemas de Contabilidad Nacional CNE-58 y CNE-70,* Madrid, Monografía 47, Instituto de Estudios Fiscales.

ANEXO ESTADISTICO

CUADRO N.° 1

DEUDA PUBLICA DEL ESTADO EN CIRCULACION A PRINCIPIOS DEL AÑO PRESUPUESTARIO
Millones de pesetas corrientes (1850-1986)

Años	*Total*	*Estado*	*Interior*	*Interior Amortizable*	*Cedulas inversiones*	*Exterior*	*Tesoro*	*Deudas especiales*
1850	3899.000	3857.000	2290.000	1171.000	0.000000	1567.000	42.00000	0.000000
1851	3691.000	3611.000	2197.000	1052.000	0.000000	1414.000	80.00000	0.000000
1852	3655.000	3566.000	2182.000	666.0000	0.000000	1384.000	89.00000	0.000000
1853	3841.000	3738.000	2207.000	730.0000	0.000000	1531.000	103.0000	0.000000
1854	3864.000	3804.000	2305.000	843.0000	0.000000	1499.000	60.00000	0.000000
1855	3563.000	3435.000	2062.000	681.0000	0.000000	1373.000	128.0000	0.000000
1856	3634.000	3500.000	2161.000	633.0000	0.000000	1339.000	134.0000	0.000000
1857	3482.000	3369.000	2081.000	568.0000	0.000000	1288.000	113.0000	0.000000
1858	3498.000	3433.000	2178.000	593.0000	0.000000	1255.000	65.00000	0.000000
1859	3548.000	3452.000	2236.000	619.0000	0.000000	1216.000	96.00000	0.000000
1860	3532.000	3448.000	2262.000	568.0000	0.000000	1186.000	84.00000	0.000000
1861	3507.000	3506.000	2368.000	586.0000	0.000000	1138.000	1.000000	0.000000
1862	4038.000	4037.000	2911.000	625.0000	0.000000	1126.000	1.000000	0.000000
1863	3848.000	3847.000	2795.000	675.0000	0.000000	1052.000	1.000000	0.000000
1864	4013.000	3956.000	2910.000	743.0000	0.000000	1046.000	57.00000	0.000000
1865	4356.000	4343.000	3308.000	811.0000	0.000000	1035.000	13.00000	0.000000
1866	4593.000	4566.000	3535.000	826.0000	0.000000	1031.000	27.00000	0.000000
1867	5685.000	5578.000	4547.000	851.0000	0.000000	1031.000	107.0000	0.000000
1868	6138.000	5541.000	4176.000	516.0000	0.000000	1365.000	597.0000	0.000000
1869	7195.000	6665.000	4194.000	511.0000	0.000000	2471.000	530.0000	0.000000
1870	7288.000	6799.000	4327.000	513.0000	0.000000	2472.000	489.0000	0.000000
1871	7373.000	6773.000	4300.000	511.0000	0.000000	2473.000	600.0000	0.000000
1872	8649.000	7929.000	4955.000	504.0000	0.000000	2974.000	720.0000	0.000000
1873	9514.000	8774.000	4929.000	495.0000	0.000000	3845.000	740.0000	0.000000
1874	11409.00	10177.00	6332.000	561.0000	0.000000	3845.000	1232.000	0.000000
1875	11568.00	10301.00	6456.000	593.0000	0.000000	3845.000	1267.000	0.000000
1876	13515.00	12131.00	8012.000	627.0000	0.000000	4119.000	1384.000	0.000000
1877	13993.00	12474.00	8089.000	739.0000	0.000000	4385.000	1519.000	0.000000
1878	14245.00	12890.00	8467.000	1164.000	0.000000	4423.000	1355.000	0.000000
1879	14041.00	12879.00	8457.000	1198.000	0.000000	4422.000	1162.000	0.000000
1880	13717.00	12590.00	8178.000	1176.000	0.000000	4412.000	1127.000	0.000000
1881	13556.00	12516.00	8119.000	1144.000	0.000000	4397.000	1040.000	0.000000
1882	11183.00	10963.00	6723.000	2327.000	0.000000	4240.000	220.0000	0.000000
1883	7407.000	7206.000	5118.000	1715.000	0.000000	2088.000	201.0000	0.000000
1884	6855.000	6722.000	4640.000	1694.000	0.000000	2082.000	133.0000	0.000000
1885	6818.000	6632.000	4562.000	1673.000	0.000000	2070.000	186.0000	0.000000
1886	6803.000	6571.000	4513.000	1652.000	0.000000	2058.000	232.0000	0.000000
1887	6757.000	6528.000	4484.000	1630.000	0.000000	2044.000	229.0000	0.000000
1888	6725.000	6499.000	4467.000	1607.000	0.000000	2032.000	226.0000	0.000000
1889	6816.000	6448.000	4427.000	1584.000	0.000000	2021.000	368.0000	0.000000
1890	6812.000	6403.000	4394.000	1559.000	0.000000	2009.000	409.0000	0.000000
1891	6843.000	6368.000	4372.000	1535.000	0.000000	1996.000	475.0000	0.000000
1892	7090.000	6568.000	4584.000	1757.000	0.000000	1984.000	522.000	0.000000
1893	7139.000	6528.000	4547.000	1726.000	0.000000	1981.000	611.0000	0.000000
1894	7194.000	6487.000	4506.000	1693.000	0.000000	1981.000	707.0000	0.000000
1895	7308.000	6490.000	4509.000	1658.000	0.000000	1981.000	818.0000	0.000000
1896	7884.000	6493.000	4512.000	1623.000	0.000000	1981.000	1391.000	0.000000
1897	8285.000	6443.000	4462.000	1585.000	0.000000	1981.000	1842.000	0.000000
1898	10508.00	7399.000	5418.000	1547.000	0.000000	1981.000	3109.000	0.000000
1899	11365.00	8422.000	6489.000	1507.000	0.000000	1933.000	2943.000	0.000000
1900	12643.00	9617.000	7977.000	2682.000	0.000000	1640.000	3026.000	0.000000
1901	13280.00	11051.00	9639.000	1887.000	0.000000	1412.000	2222.000	7.000000
1902	13256.00	11101.00	9830.000	1547.000	0.000000	1271.000	2149.000	6.000000

CUADRO N.º 1 (continuación)

DEUDA PUBLICA DEL ESTADO EN CIRCULACION A PRINCIPIOS DEL AÑO PRESUPUESTARIO
Millones de pesetas corrientes (1850-1986)

Años	*Total*	*Estado*	*Interior*	*Interior Amortizable*	*Cédulas inversiones*	*Exterior*	*Tesoro*	*Deudas especiales*
1903	12664.00	11505.00	10460.00	1526.000	0.000000	1045.000	1152.000	7.000000
1904	12557.00	11499.00	10456.00	1518.000	0.000000	1043.000	1052.000	6.000000
1905	12429.00	11487.00	10445.00	1509.000	0.000000	1042.000	936.0000	6.000000
1906	12434.00	11484.00	10442.00	1500.000	0.000000	1042.000	937.0000	13.00000
1907	12368.00	11666.00	10624.00	1668.000	0.000000	1042.000	690.0000	12.00000
1908	12280.00	11678.00	10639.00	1657.000	0.000000	1039.000	589.0000	13.00000
1909	12353.00	11851.00	10812.00	1806.000	0.000000	1039.000	456.0000	46.00000
1910	10354.00	9851.000	8812.000	1792.000	0.000000	1039.000	452.0000	51.00000
1911	10286.00	9787.000	8748.000	1779.000	0.000000	1039.000	443.0000	56.00000
1912	10205.00	9783.000	8744.000	1765.000	0.000000	1039.000	361.0000	61.00000
1913	10212.00	9794.000	8755.000	1749.000	0.000000	1039.000	356.0000	62.00000
1914	10325.00	9784.000	8745.000	1733.000	0.000000	1039.000	480.0000	61.00000
1915	10381.00	9774.000	8735.000	1717.000	0.000000	1039.000	548.0000	59.00000
1916	10802.00	9760.000	8738.000	1699.000	0.000000	1022.000	978.0000	64.00000
1917	11092.00	9750.000	8790.000	1680.000	0.000000	960.0000	1280.000	62.00000
1918	11415.00	10784.00	9860.000	2688.000	0.000000	924.0000	570.0000	61.00000
1919	11805.00	10776.00	9854.000	2663.000	0.000000	922.0000	967.0000	62.00000
1920	12752.00	12396.00	12066.00	2630.000	0.000000	330.0000	296.0000	60.00000
1921	13478.00	12370.00	12197.00	2604.000	0.000000	173.0000	1043.000	65.00000
1922	15286.00	12341.00	12215.00	2572.000	0.000000	126.0000	2874.000	71.00000
1923	15726.00	12310.00	12192.00	2542.000	0.000000	118.0000	3334.000	82.00000
1924	16689.00	12266.00	12159.00	2499.000	0.000000	107.0000	4317.000	106.0000
1925	17430.00	12236.00	12133.00	2466.000	0.000000	103.0000	5092.000	102.0000
1926	17817.00	12205.00	12118.00	2432.000	0.000000	87.00000	5503.000	109.0000
1927	18308.00	12675.00	12585.00	2639.000	0.000000	90.00000	5501.000	132.0000
1928	18679.00	18251.00	18161.00	8215.000	0.000000	90.00000	275.0000	153.0000
1929	18897.00	18457.00	18369.00	11787.00	0.000000	88.00000	273.0000	167.0000
1930	19357.00	18844.00	18757.00	12224.00	0.000000	87.00000	322.0000	191.0000
1931	20007.00	18777.00	18689.00	12156.00	0.000000	88.00000	938.0000	292.0000
1932	20078.00	18710.00	18623.00	12090.00	0.000000	87.00000	1081.000	287.0000
1933	20500.00	18632.00	18545.00	12011.00	0.000000	87.00000	1576.000	292.0000
1934	21055.00	18586.00	18499.00	11965.00	0.000000	87.00000	2182.000	287.0000
1935	22819.00	19810.00	19726.00	13335.00	0.000000	84.00000	2729.000	280.0000
1936	22770.00	19810.00	19726.00	13335.00	0.000000	84.00000	2729.000	231.0000
1937	22738.00	19810.00	19726.00	13335.00	0.000000	84.00000	2729.000	199.0000
1938	22737.00	19810.00	19726.00	13335.00	0.000000	84.00000	2729.000	198.0000
1939	22748.00	19810.00	19726.00	13335.00	0.000000	84.00000	2729.000	209.0000
1940	35386.00	19723.00	19639.00	13248.00	0.000000	84.00000	15398.00	265.0000
1941	38134.00	19720.00	19636.00	13245.00	0.000000	84.00000	18155.00	259.0000
1942	40139.00	21719.00	21635.00	13244.00	0.000000	84.00000	18167.00	253.0000
1943	47085.00	26696.00	23685.00	15293.00	0.000000	3011.000	20143.00	246.0000
1944	53664.00	32177.00	29213,00	20558.00	0.000000	2964.000	21248.00	239.0000
1945	56490.00	34141.00	31228.00	22010.00	0.000000	2913.000	22118.00	231.0000
1946	62546.00	39108.00	35690.00	25837.00	0.000000	3418.000	23157.00	281.0000
1947	64973.00	40265.00	39203.00	28507.00	0.000000	1062.000	23126.00	1582.000
1948	70557,00	44166.00	42077.00	31341.00	0.000000	2089.000	23487.00	2904.000
1949	72599.00	46102.00	44026.00	33290.00	0.000000	2076.000	22179.00	4318.000
1950	76411.00	48353.00	46289.00	35552.00	0.000000	2064.000	21089.00	6969.000
1951	83692.00	49971.00	47921.00	37184.00	0.000000	2050.000	23954.00	9767.000
1952	88793.00	51629.00	49592.00	38855.00	0.000000	2037.000	23844.00	13320.00
1953	99263.00	56746.00	54798.00	44061.00	0.000000	1948.000	24202.00	18315.00
1954	107204.0	59098.00	57366.00	46629.00	0.000000	1732.000	25919.00	22187.00
1955	117523.0	63439.00	60910.00	50173.00	0.000000	2529.000	27403.00	26681.00

CUADRO N.º 1 (continuación)

DEUDA PUBLICA DEL ESTADO EN CIRCULACION A PRINCIPIOS DEL AÑO PRESUPUESTARIO
Millones de pesetas corrientes (1850-1986)

Años	*Total*	*Estado*	*Interior*	*Interior Amortizable*	*Cedulas inversiones*	*Exterior*	*Tesoro*	*Deudas especiales*
1956	131224.0	74609.00	72093.00	61356.00	0.000000	2516.000	24530.00	32085.00
1957	147930.0	78910.00	75514.00	64777.00	0.000000	3396.000	28134.00	40886.00
1958	154160.0	86852.00	80551.00	69814.00	0.000000	6301.000	24283.00	43025.00
1959	154383.0	87776.00	81698.00	70961.00	0.000000	6078.000	21179.00	45428.00
1960	156219.0	96051.00	84518.00	73781.00	0.000000	11533.00	15290.00	44878.00
1961	154893.0	101254.0	88911.00	77220.00	1000.000	12343.00	9650.000	43989.00
1962	156630.0	109133.0	94927.00	80254.00	4000.000	14206.00	4418.000	43079.00
1963	156009.0	109719.0	94352.00	79186.00	4493.000	15367.00	4170.000	42120.00
1964	158187.0	114272.0	98214.00	78050.00	9493.000	16058.00	2762.000	41153.00
1965	170966.0	128756.0	112019.0	76857.00	24493.00	16737.00	2058.000	40152.00
1966	193255.0	154154.0	137287.0	75618.00	51000.00	16867.00	1.000000	39100.00
1967	216601.0	178568.0	160527.0	74415.00	75443.00	18041.00	1.000000	38032.00
1968	245076.0	208034.0	187025.0	73098.00	103258.0	21009.00	1.000000	37041.00
1969	288066.0	252185.0	225211.0	76706.00	137833.0	26974.00	1.000000	35880.00
1970	323496.0	284442.0	256438.0	77398.00	168400.0	28004.00	4459.000	34595.00
1971	334068.0	300619.0	271869.0	75909.00	185318.0	28750.00	1.000000	33448.00
1972	393059.0	360866.0	333572.0	94331.00	228599.0	27294.00	1.000000	32192.00
1973	440074.0	409140.0	377568.0	106901.0	260016.0	31572.00	1.000000	30933.00
1974	455268.0	413775.0	385009.0	102287.0	272072.0	28766.00	11977.00	29516.00
1975	467418.0	437304.0	404309.0	97586.00	295949.0	32995.00	2024.000	28090.00
1976	514740.0	484369.0	449327.0	91079.00	347758.0	35042.00	3682.000	26689.00
1977	658156.0	631905.0	560083.0	84783.00	464737.0	71822.00	1033.000	25218.00
1978	897102.0	872883.0	670064.0	98452.00	561011.0	202819.0	408.0000	23811.00
1979	1086152.	973831.0	828796.0	132075.0	686106.0	145035.0	89933.00	22388.00
1980	1346792.	1207775.	1069192.	220453.0	838090.0	138583.0	118000.0	21017.00
1981	1602060.	1412354.	1270371.	289361.0	970356.0	141983.0	170000.0	19706.00
1982	2052067.	1703798.	1480005.	376783.0	1092564.	223793.0	210000.0	138269.0
1983	2468633.	2107970.	1720449.	489046.0	1220741.	387521.0	115000.0	245663.0
1984	4454840.	2538947.	1912675.	549977.0	1352033.	626272.0	1310000.	605893.0
1985	8279730.	3508303.	2631029.	1097018.	1523343.	877274.0	3675363.	1096064.
1986	10408340	3868237.	2975000.	1440989.	1523343.	893237.0	5100300.	1439800.

Fuentes: V. FERNANDEZ ACHA (1976), IGAE (1976-86).

CUADRO N.º 2

ESTRUCTURA DE LA DEUDA
PORCENTAJES CON RESPECTO A LA DEUDA TOTAL

Años	Deuda Exterior	Deuda Interior	Cédulas Inversiones	Deudas Especiales	Deuda / Gasto (*)
1850	40.18979	58.71795	0.000000	0.000000	11.32209
1851	38.30940	59.50704	0.000000	0.000000	10.38352
1852	37.86594	59.68271	0.000000	0.000000	11.03736
1853	39.85941	57.44404	0.000000	0.000000	10.67403
1854	38.79400	59.63778	0.000000	0.000000	9.401055
1855	38.53494	57.85634	0.000000	0.000000	9.875000
1856	36.84645	59.44980	0.000000	0.000000	7.569565
1857	36.99023	59.74735	0.000000	0.000000	7.124236
1858	35.87764	62.24636	0.000000	0.000000	7.138833
1859	34.27283	63.00366	0.000000	0.000000	6.831721
1860	33.57871	64.02491	0.000000	0.000000	5.730392
1861	32.44939	67.50285	0.000000	0.000000	6.183767
1862	27.88509	72.07230	0.000000	0.000000	5.786466
1863	27.33888	72.61626	0.000000	0.000000	5.875549
1864	26.06529	72.49626	0.000000	0.000000	6.178723
1865	23.76033	75.92380	0.000000	0.000000	6.335172
1866	22.44720	76.94820	0.000000	0.000000	8.311403
1867	18.13544	79.96835	0.000000	0.000000	8.857142
1868	22.23851	68.02411	0.000000	0.000000	10.61209
1869	34.34329	58.28238	0.000000	0.000000	9.704394
1870	33.91877	59.36343	0.000000	0.000000	9.170398
1871	33.54130	58.31299	0.000000	0.000000	12.13044
1872	34.38548	57.28324	0.000000	0.000000	13.06868
1873	40.41413	51.80242	0.000000	0.000000	14.46008
1874	33.70147	55.49518	0.000000	0.000000	16.31594
1875	33.23824	55.80431	0.000000	0.000000	17.10760
1876	30.47725	59.27789	0.000000	0.000000	19.19479
1877	31.33710	57.80335	0.000000	0.000000	18.26282
1878	31.04949	59.43423	0.000000	0.000000	17.31319
1879	31.49348	60.22646	0.000000	0.000000	16.44724
1880	32.16447	59.61511	0.000000	0.000000	16.17661
1881	32.43582	59.88788	0.000000	0.000000	13.75523
1882	37.91469	60.11266	0.000000	0.000000	9.099508
1883	28.18955	69.08747	0.000000	0.000000	7.843249
1884	30.37199	67.67795	0.000000	0.000000	7.909513
1885	30.36081	66.90131	0.000000	0.000000	7.500551
1886	30.25136	66.32863	0.000000	0.000000	7.449835
1887	30.25011	66.35099	0.000000	0.000000	7.968010
1888	30.21561	66.41392	0.000000	0.000000	8.095012
1889	29.65082	64.94059	0.000000	0.000000	8.177671
1890	29.49207	64.49435	0.000000	0.000000	8.224760
1891	29.16849	63.88077	0.000000	0.000000	8.511405
1892	27.98307	64.64533	0.000000	0.000000	9.344241
1893	27.74899	63.68347	0.000000	0.000000	9.747968
1894	27.53648	62.62682	0.000000	0.000000	9.135000
1895	27.10728	61.69107	0.000000	0.000000	9.419354
1896	25.12684	57.22258	0.000000	0.000000	9.945978
1897	23.91068	53.84987	0.000000	0.000000	11.62389
1898	18.85230	51.55581	0.000000	0.000000	12.09043
1899	17.00836	57.09132	0.000000	0.000000	13.68290
1900	12.97161	63.08921	0.000000	0.000000	14.29494
1901	10.63253	72.58283	0.000000	0.052711	13.47154
1902	9.588111	74.15510	0.000000	0.045263	13.28856

CUADRO N.º 2 (continuación)

ESTRUCTURA DE LA DEUDA
PORCENTAJES CON RESPECTO A LA DEUDA TOTAL

Años	*Deuda Exterior*	*Deuda Interior*	*Cedulas Inversiones*	*Deudas Especiales*	*Deuda / Gasto* (*)
1903	8.251738	82.59634	0.000000	0.055275	12.38363
1904	8.306124	83.26830	0.000000	0.047782	12.64395
1905	8.383619	84.03733	0.000000	0.048274	12.83179
1906	8.380248	83.97941	0.000000	0.104552	12.34331
1907	8.424968	85.89909	0.000000	0.097025	11.89923
1908	8.460912	86.63681	0.000000	0.105863	12.07727
1909	8.410913	87.52530	0.000000	0.372379	9.277778
1910	10.03477	85.10721	0.000000	0.492563	9.070547
1911	10.10111	85.04764	0.000000	0.544429	8.685106
1912	10.18128	85.68349	0.000000	0.597746	8.111199
1913	10.17431	85.73248	0.000000	0.607129	7.160194
1914	10.06295	84.69733	0.000000	0.590799	7.071526
1915	10.00867	84.14411	0.000000	0.568346	5.042951
1916	9.461211	80.89243	0.000000	0.592483	6.859617
1917	8.654886	79.24631	0.000000	0.558961	4.894940
1918	8.094612	86.37757	0.000000	0.534385	6.190352
1919	7.810250	83.47311	0.000000	0.525201	4.176875
1920	2.587829	94.62045	0.000000	0.470514	4.516756
1921	1.283573	90.49562	0.000000	0.482267	4.100322
1922	0.824284	79.90972	0.000000	0.464477	4.663701
1923	0.750350	77.52766	0.000000	0.521429	4.888401
1924	0.641141	72.85637	0.000000	0.635149	4.872798
1925	0.590935	69.60987	0.000000	0.585198	5.102234
1926	0.488298	68.01370	0.000000	0.611775	5.509480
1927	0.491588	68.74044	0.000000	0.720996	5.081338
1928	0.481824	97.22683	0.000000	0.819102	4.983386
1929	0.465682	97.20590	0.000000	0.883738	4.793710
1930	0.449450	96.90035	0.000000	0.986723	5.271937
1931	0.439846	93.41231	0.000000	1.459489	5.211004
1932	0.433310	92.75327	0.000000	1.429425	4.780784
1933	0.424390	90.46342	0.000000	1.424390	4.735588
1934	0.413204	87.86037	0.000000	1.363097	4.903094
1935	0.368114	86.44550	0.000000	1.227048	4.891514
1936	0.368906	86.63153	0.000000	1.014493	4.884640
1937	0.369426	86.75346	0.000000	0.875187	4.884425
1938	0.369442	86.75727	0.000000	0.870827	4.886788
1939	0.369263	86.71532	0.000000	0.918762	7.601718
1940	0.237382	55.49935	0.000000	0.748884	4.995939
1941	0.220276	51.49211	0.000000	0.679184	4.124435
1942	0.209273	53.90020	0.000000	0.630310	4.562942
1943	6.394818	50.30264	0.000000	0.522459	3.269404
1944	5.523256	54.43687	0.000000	0.445364	3.070276
1945	5.156665	55.28058	0.000000	0.408922	3.771012
1946	5.464778	57.06200	0.000000	0.449269	4.292614
1947	1.634525	60.33737	0.000000	2.434858	4.421419
1948	2.960727	59.63547	0.000000	4.115821	4.539707
1949	2.859544	60.64271	0.000000	5.947741	4.415545
1950	2.701182	60.57898	0.000000	9.120415	4.462383
1951	2.449458	57.25876	0.000000	11.67017	4.294911
1952	2.294100	55.85125	0.000000	15.00118	4.432175
1953	1.962463	55.20486	0.000000	18.45098	4.330075
1954	1.615611	53.51106	0.000000	20.69606	4.178893
1955	2.151919	51.82815	0.000000	22.70279	4.183905

CUADRO N.º 2 (continuación)

ESTRUCTURA DE LA DEUDA
PORCENTAJES CON RESPECTO A LA DEUDA TOTAL

Años	*Deuda Exterior*	*Deuda Interior*	*Cédulas Inversiones*	*Deudas Especiales*	*Deuda / Gasto* (*)
1956	1.917332	54.93889	0.000000	24.45056	3.724227
1957	2.295680	51.04712	0.000000	27.63875	3.684865
1958	4.087312	52.25156	0.000000	27.90932	2.633713
1959	3.936962	52.91904	0.000000	29.42552	2.147488
1960	7.382585	54.10225	0.000000	28.72762	2.059063
1961	7.968727	57.40156	0.645607	28.39960	2.231578
1962	9.069782	60.60589	2.553789	27.50367	1.678039
1963	9.850073	60.47856	2.879962	26.99844	1.388750
1964	10.15128	62.08728	6.001125	26.01541	1.327572
1965	9.789666	65.52122	14.32624	23.48537	1.286565
1966	8.727847	71.03930	26.39000	20.23234	1.145376
1967	8.329140	74.11185	34.83040	17.55855	1.089696
1968	8.572443	76.31307	42.13305	15.11409	1.194254
1969	9.363827	78.18035	47.84772	12.45548	1.153505
1970	8.656676	79.27084	52.05629	10.69410	1.051358
1971	8.606032	81.38133	55.47314	10.01233	1.051154
1972	6.943996	84.86563	58.15896	8.190119	1.078684
1973	7.174248	85.79648	59.08461	7.029045	0.939319
1974	6.318476	84.56755	59.76085	6.483214	0.794957
1975	7.058992	86.49838	63.31570	6.009610	0.727872
1976	6.807709	87.18651	67.55994	5.184948	0.799287
1977	10.91261	85.01925	70.61198	3.831615	0.806768
1978	22.60824	74.64148	62.53592	2.654213	0.657937
1979	13.35310	76.26358	63.16851	2.061222	0.739892
1980	10.28986	79.35312	62.22862	1.560523	0.649186
1981	8.862527	79.26715	60.56927	1.230041	0.711000
1982	10.90574	72.10241	53.24212	6.738035	0.647128
1983	15.69780	69.67635	49.45008	9.951378	1.002439
1984	14.05824	42.92939	30.34975	13.60078	1.385710
1985	10.59544	31.77464	18.39846	13.23792	1.582588
1986	8.581935	28.58285	14.63579	13.83314	—

(*) Cociente entre deuda y gasto del Estado
Fuente: Cálculos a partir del cuadro 1,

CUADRO N.º 3

COMPOSICION DE LA DEUDA E IMPORTANCIA RELATIVA

(Porcentaje sobre la deuda total)

Años	Deuda Perpetua	Deuda del Estado	Deuda del Tesoro	Porcentaje de los gastos financieros en los gastos presupuestarios	Deuda/Renta Nacional (1)	Deuda del Estado (Pesetas constantes) (2)	Porcentaje Saldo/Gasto presupuestario (3)	Porcentaje de las cargas financieras en la renta nacional (4)
1850	32.77763	98.92280	1.077199	11.65644	1.180000	4840.021	1.226994	—
1851	35.32918	97.83257	2.167434	14.77273	1.180000	4588.826	—7.670455	—
1852	66.40219	97.56498	2.435020	15.51724	1.180000	4933.847	—2.873563	—
1853	66.54517	97.31841	2.681593	13.81215	1.180000	5282.296	—3.038674	—
1854	65.39855	98.44721	1.552795	17.67810	1.180000	4489.668	—7.124011	—
1855	66.71344	96.40752	3.592478	20.10870	1.180000	4223.126	—14.13044	—
1856	69.23500	96.31261	3.687397	28.91304	1.180000	3642.260	—14.34783	—
1857	70.64906	96.75474	3.245261	19.34827	1.180000	3557.771	—10.99796	—
1858	72.24128	98.14179	1.858205	17.70624	1.180000	4255.217	—8.450705	—
1859	71.61781	97.29425	2.705750	17.60155	1.180000	3644.619	1.160542	—
1860	73.64100	97.62174	2.378256	15.84967	0.630000	3691.190	—10.62092	—
1861	75.53465	99.97149	0.028514	20.52067	0.630000	4267.146	—20.06126	—
1862	77.90986	99.97524	0.024765	23.60902	0.630000	3775.510	—19.54887	—
1863	77.41684	99.97401	0.025988	25.03660	0.630000	3472.355	—17.71596	—
1864	75.35510	98.57961	1.420384	24.39716	0.630000	3639.098	—26.38298	—
1865	76.76768	99.70156	0.298439	29.10345	0.630000	4125.943	—19.17241	—
1866	77.37862	99.41215	0.587851	31.57895	0.630000	4755.731	—14.76608	—
1867	79.87687	98.11785	1.882146	37.51804	0.630000	5538.211	—17.02742	—
1868	81.86706	90.27371	9.726296	41.00295	0.630000	7314.965	—21.97640	—
1869	85.53162	92.63377	7.366227	48.20240	0.630000	7318.739	—35.95207	—
1870	86.25137	93.29034	6.709660	52.61194	1.640000	6746.889	—41.16916	—
1871	84.93150	91.86220	8.137800	46.00280	1.640000	9455.559	—33.38009	—
1872	85.84808	91.67534	8.324662	41.20879	1.640000	10539.49	—30.08242	—
1873	87.01913	92.22199	7.778011	37.00887	1.654000	12695.00	—28.77060	—
1874	84.28434	89.20151	10.79849	12.55289	1.640000	12492.44	—1.410437	—
1875	83.92117	89.04737	10.95263	12.53165	1.640000	16070.16	—14.05063	—
1876	85.12024	89.75953	10.24047	29.76680	1.640000	15427.78	0.823045	—
1877	81.94812	89.14457	10.85543	32.94872	1.640000	14807.69	—1.666667	—
1878	80.25974	90.48789	9.512110	34.40197	1.640000	15033.19	—3.699137	—
1879	81.12670	91.72424	8.275764	38.36931	2.630000	14454.16	—9.352518	—
1880	81.18393	91.78392	8.216083	37.58950	2.630000	15062.22	—6.921241	—
1881	81.94895	92.32812	7.671880	33.08733	2.630000	12343.27	—0.123001	—
1882	76.27649	98.03273	1.967272	27.27273	1.200000	7888.179	3.808354	—
1883	72.79601	97.28635	2.713649	31.92220	1.200000	7659.218	—5.148741	—
1884	72.03501	98.05981	1.940190	31.90255	1.200000	8365.645	—3.248260	—
1885	71.56058	97.27193	2.728073	30.98126	1.200000	8450.932	—9.040793	—
1886	71.29208	96.58974	3.410260	31.20176	1.200000	8456.821	—1.653804	—
1887	71.61462	96.61092	3.389078	33.88626	1.200000	8733.767	—8.649289	—
1888	72.02974	96.63940	3.360595	33.96675	1.020000	8693.877	—14.48931	—
1889	70.81867	94.60094	5.339061	35.05402	1.020000	8547.052	—8.043218	—
1890	70.74281	93.99589	6.004110	34.73558	1.020000	8165.871	—6.009615	—
1891	70.45155	93.05860	6.941400	36.01440	1.020000	9089.743	—6.482593	—
1892	67.85613	92.63752	7.362483	39.00523	1.020000	8901.497	—2.486911	—
1893	67.26432	91.44138	8.558621	33.06233	1.020000	9211.268	10.16260	—
1894	66.63886	90.17236	9.827634	40.12500	1.080000	9718.086	0.750000	—
1895	66.11932	88.80679	11.19321	42.53286	1.080000	9916.981	—3.106332	—
1896	61.77068	82.35667	17.64333	43.21729	1.080000	10930.08	4.801921	—
1897	58.63609	77.76705	22.23295	45.13274	1.080000	12752.43	—5.973451	—
1898	55.69090	70.41302	29.58698	43.08511	1.080000	12558.01	0.851064	—

CUADRO N.º 3 (continuación)

COMPOSICION DE LA DEUDA E IMPORTANCIA RELATIVA

(Porcentaje sobre la deuda total)

Años	Deuda Perpetua	Deuda del Estado	Deuda del Tesoro	Porcentaje de los gastos financieros en los gastos presupuestarios	Deuda/Renta Nacional (1)	Deuda del Estado (Pesetas constantes) (2)	Porcentaje Saldo/Gasto presupuestario (3)	Porcentaje de las cargas financieras en la renta nacional (4)
1899	60.84470	74.10471	25.89529	42.42424	1.080000	13727.47	14.50216	—
1900	54.85249	76.06580	23.93419	43.91819	1.080000	13733.20	5.597416	—
1901	69.00603	83.21536	16.73193	45.63008	1.305753	13680.08	3.861789	4.422774
1902	72.06548	83.74321	16.21153	42.60231	1.216639	13372.76	7.450157	3.900471
1903	78.79027	90.84808	9.096652	46.05523	1.168093	12852.61	2.268245	4.344186
1904	79.47759	91.57442	8.377797	40.48830	1.117213	12491.46	5.493388	3.577528
1905	80.27999	92.42095	7.530775	41.07327	1.110079	12434.00	7.430341	3.553254
1906	80.29596	92.35966	7.535789	40.21956	1.092194	12711.20	10.27944	3.558813
1907	80.83765	94.32406	5.578913	39.53489	1.052091	12110.45	6.298450	3.495545
1908	81.59609	95.09772	4.796417	39.58944	1.035804	12528.40	5.474096	3.395942
1909	81.30818	95.93621	3.691411	36.55914	0.843091	10.641.32	—4.569892	3.322205
1910	77.83466	95.14198	4.365463	35.97884	0.854461	10474.54	—0.529100	3.389267
1911	77.85339	95.14874	4.306825	34.97872	0.800706	10776.14	0.510638	3.224794
1912	78.56933	95.86477	3.537482	32.72438	0.808039	10273.64	—4.924543	3.260010
1913	78.77987	95.90678	3.486095	31.76144	0.789011	10325.00	—4.923717	3.499924
1914	77.97578	94.76029	4.648911	28.40599	0.721805	10412.24	—11.30790	2.899458
1915	77.60332	94.15278	5.278875	35.57423	0.658378	9891.941	—37.86181	4.644359
1916	74.61581	90.35364	9.053879	27.08720	0.553300	8611.801	—14.03834	2.184866
1917	72.75514	87.90119	11.53985	48.62779	0.448157	7604.930	—41.42367	4.452122
1918	70.92423	94.47218	4.993430	25.32774	0.402585	5410.174	—23.33508	1.647171
1919	68.72511	91.28336	8.191444	43.66197	0.376665	5726.089	—43.62922	3.937380
1920	76.58407	97.20828	2.321204	20.07373	0.410127	5921.793	—31.43432	1.822719
1921	72.45882	91.77920	7.738537	21.51287	0.567725	8334.780	—35.89056	2.978644
1922	63.90161	80.73400	18.80152	19.83986	0.612861	9804.240	24.91103	2.607171
1923	62.11370	78.27801	21.20056	28.09022	0.620040	10327.35	—19.53720	3.562937
1924	58.51759	73.49751	25.86734	22.19737	0.602551	9726.563	—17.72435	2.744840
1925	56.04705	70.20081	29.21400	20.81902	0.568325	9789.561	—14.08935	2.318979
1926	54.85211	68.50199	30.88623	24.61631	0.588644	10982.60	—7.493229	2.630056
1927	54.81210	69.23203	30.04697	26.25136	0.597843	11417.48	—10.03809	3.088593
1928	53.72343	97.70866	1.472242	22.38924	0.609541	11268.34	—4.351266	2.738533
1929	35.29132	97.67159	1.444674	23.97226	0.607870	11542.64	—5.002477	3.039819
1930	34.19951	97.34979	1.663481	23.32016	0.635082	11980.24	0.737813	2.809256
1931	33.08842	93.85215	4.688359	23.28056	0.628971	11894.55	—1.894628	2.809974
1932	32.97141	93.18657	5.384002	21.40858	0.622703	12304.92	—5.270523	2.788494
1933	32.29756	90.88780	7.687805	21.80755	0.651374	13233.81	—8.408274	3.000866
1934	31.44621	88.27357	10.36333	21.65879	0.653989	13965.12	—12.59132	2.888914
1935	28.37548	86.81362	11.95933	23.15789	0.662728	13867.24	—6.874329	3.137552
1936	28.43654	87.00044	11.98507	23.15789	0.664446	13599.28	—6.874329	3.150112
1937	28.47656	87.12288	12.00194	23.15789	0.658109	12062.07	—6.874.329	3.120206
1938	28.47781	87.12671	12.00246	23.15789	0.652235	10730.19	—6.874.329	3.090862
1939	28.46404	87.08458	11.99666	23.15789	1.005056	14628.36	—6.874.329	3.061804
1940	18.29820	55.73673	43.51439	13.82156	0.848818	13204.29	—26.16271	2.348306
1941	16.97960	51.71238	47.60843	18.95808	0.709646	11753.73	—27.57912	3.261907
1942	21.11413	54.10947	45.26022	14.18742	0.718471	12542.62	—18.57738	2.233921
1943	17.99936	56.69746	42.78008	12.30048	0.780329	12804.58	—37.35853	2.935831
1944	16.28280	59.96012	39.59451	10.00054	0.755335	12531.06	—40.51851	2.460288
1945	16.46486	60.43724	39.15383	10.50283	0.784404	12501.70	—38.99675	2.184682
1946	15.88591	62.52678	37.02395	15.10307	0.585828	10828.83	—31.51427	2.061168
1947	16.58997	61.97190	35.59325	13.82379	0.531803	10022.30	—20.79835	1.662710

CUADRO N.° 3 (continuación)

COMPOSICION DE LA DEUDA E IMPORTANCIA RELATIVA

(Porcentaje sobre la deuda total)

Anos	*Deuda Perpetua*	*Deuda del Estado*	*Deuda del Tesoro*	*Porcentaje de los gastos financieros en los gastos presupuestarios*	*Deuda/Renta Nacional (1)*	*Deuda del Estado (Pesetas constantes) (2)*	*Porcentaje Saldo/Gasto presupuestario (3)*	*Porcentaje de las cargas financieras en la renta nacional (4)*
1948	15.33370	62.59620	33.28798	14.50100	0.514697	9627.238	—15.85793	1.644075
1949	14.90241	63.50225	30.55001	14.35423	0.504629	9469.698	—8.147934	1.640470
1950	14.15896	63.28016	27.59943	14.37483	0.459755	8789.330	—8.499067	1.481026
1951	12.92716	59.70822	28.62161	15.34294	0.368170	7259.668	—6.529941	1.315233
1952	12.18452	58.14535	26.85347	13.13627	0.386686	8047.264	5.233078	1.146076
1953	10.89933	57.16732	24.38169	15.78884	0.393214	8113.524	4.002747	1.433785
1954	10.09197	55.12668	24.17727	14.62504	0.398632	8850.956	3.779824	1.395108
1955	9.205857	53.98007	23.31714	15.01403	0.400448	9512.432	3.264890	1.437016
1956	8.244680	56.85622	18.69323	12.99313	0.392652	9824.667	—4.113693	1.369888
1957	7.313594	53.34280	19.01846	12.68764	0.350749	8776.045	7.677599	1.207692
1958	7.018033	56.33887	15.75182	10.64349	0.303633	8000.777	—1.900440	1.227058
1959	7.007896	56.85600	13.71848	8.485807	0.298660	7928.289	—10.95608	1.180155
1960	6.925534	61.48484	9.787541	9.125956	0.290769	7690.433	—4.849452	1.288715
1961	6.955124	65.37029	6.230107	9.460306	0.256979	7579.482	16.23069	1.089407
1962	6.866501	69.67567	2.820660	6.744039	0.219848	7193.996	6.435340	0.883568
1963	6.893833	70.32864	2.672923	5.640616	0.188029	6992.000	—0.697066	0.763708
1964	6.797651	72.23856	1.746035	5.040340	0.180682	7346.425	4.044075	0.685987
1965	6.288385	75.31088	1.203748	4.345250	0.172886	7539.893	8.518075	0.583904
1966	5.563116	79.76714	0.000517	3.483705	0.169936	8237.972	—2.278051	0.516868
1967	4.963504	82.44099	0.000462	2.766526	0.174959	9272.294	—5.730471	0.444188
1968	4.386803	84.88551	0.000408	3.538825	0.185594	10654.12	—3.355997	0.549953
1969	3.731784	87.54417	0.000347	3.172803	0.189428	11672.66	—4.348074	0.521037
1970	3.312560	87.92751	1.378379	2.566806	0.175133	11859.42	—4.652100	0.427574
1971	3.207730	89.98737	0.000299	2.079528	0.181931	12878.74	—8.590355	0.359920
1972	2.726308	91.80962	0.000254	2.214117	0.174595	13319.43	—1.898900	0.358376
1973	2.435272	92.97073	0.000227	3.940959	0.108187	12368.05	—0.399440	0.453904
1974	2.352900	90.88602	2.630758	2.466415	0.090419	10972.25	—4.039770	0.280531
1975	2.317626	93.55737	0.433017	2.321882	0.084775	—3.850195	0.280531	0.270428
1976	2.048413	94.09974	0.715313	2.130724	0.090489	11496.17	—1.679683	0.241225
1977	1.613143	96.01143	0.156954	2.167774	0.097450	12585.61	—7.790318	0.261847
1978	1.187713	97.30031	0.045480	6.937962	0.096497	12722.88	—19.09356	1.017559
1979	0.982275	89.65881	8.279964	2.655725	0.102393	13637.02	—14.07379	0.367522
1980	0.794703	89.67792	8.761560	3.086598	0.105298	14039.61	—21.27115	0.500647
1981	0.667765	88.15862	10.61134	1.911252	0.118888	15692.18	—17.17951	0.319586
1982	0.521425	83.02838	10.23358	3.170142	0.124871	16501.56	—27.67457	0.611718
1983	0.433519	85.39018	4.658449	7.618002	0.198522	26546.93	—21.65644	1.508663
1984	0.240256	56.99300	29.40622	11.77487	0.323920	44345.40	—26.13694	2.752467
1985	0.129292	42.37219	44.38989	17.83645	0.369116	51242.32	—26.99439	4.160100
1986	0102850	37.16478	49.00205	—	—	—	—	—

Fuente: Cálculos a partir del cuadro n.° 1. (1) Cociente entre la deuda del Estado y la renta nacional. (2) En pesetas de 1913. (3) Porcentaje del saldo presupuestario en los gastos del Estado. (4) Porcentaje de las cargas financieras de la deuda en la renta nacional.

ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PUBLICO EN ESPAÑA

Rafael ALVAREZ BLANCO

1. INTRODUCCION

ESTA nota pretende difundir información estadística relativa al tema de referencia (1) y, en este contexto, se ha creído necesario delimitar en los primeros epígrafes los conceptos de «endeudamiento» y «sector público», al objeto de precisar el ámbito de los cuadros que figuran en el Apéndice. En los epígrafes siguientes se hacen algunas consideraciones sobre la cuantía del endeudamiento de las administraciones públicas españolas, así como sobre su financiación, tanto por instrumentos como por sectores, con datos que permiten la comparación internacional y, después, sobre la información no integrada y heterogénea que se ha podido recopilar referida a las empresas no financieras públicas. Por último, se hace referencia a la posible utilidad de las estadísticas financieras disponibles y se estimula su utilización y las críticas que permitan mejorarlas.

2. DELIMITACION INSTITUCIONAL

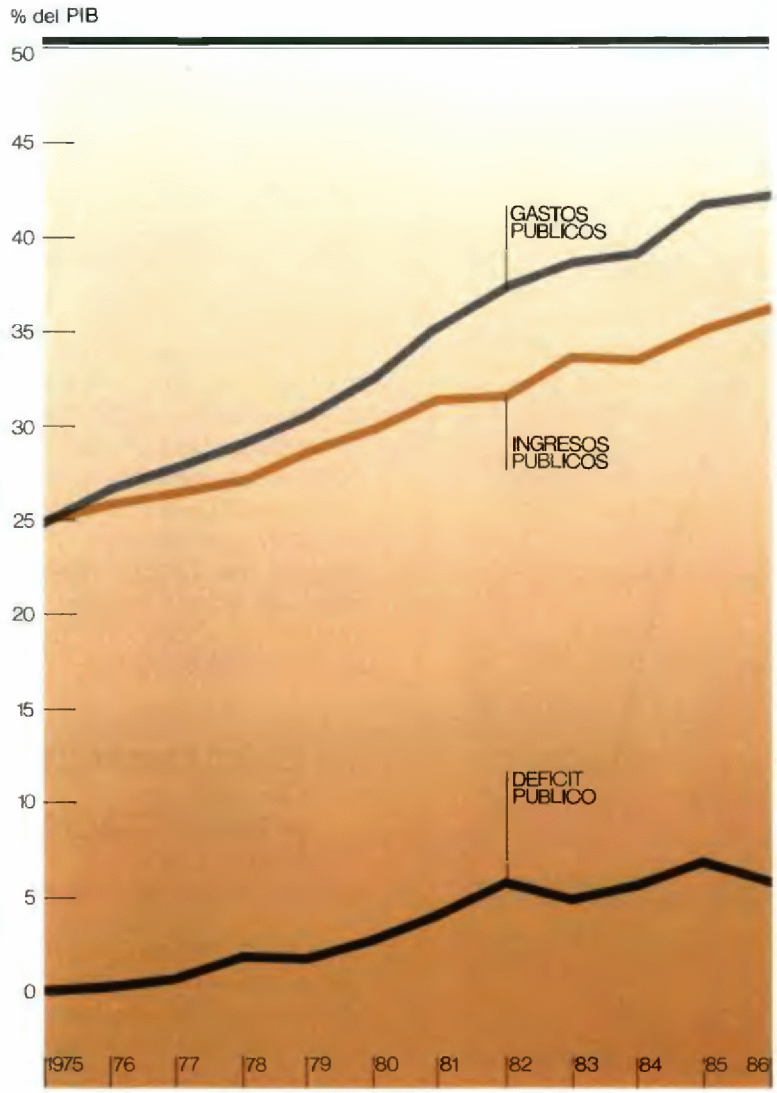
En teoría, bajo la denominación genérica «sector público» se engloba tanto a agrupaciones de unidades institucionales con un comportamiento económico y una financiación específicos, como son las que forman las administraciones públicas, como a otras agrupaciones de unidades de propiedad o bajo el control de los poderes públicos, cuya naturaleza económica no es, en esencia, distinta de las unidades que se agrupan en los restantes sectores institucionales residentes. Así, por ejemplo, existen bancos, compañías de seguros y empresas no financieras que son «públicas» según el aludido criterio de la propiedad y/o el control, cuya consideración conjunta permite definir agrupaciones del tipo «instituciones financieras públicas» y «empresas no financieras públicas», e incluso «empresas públicas de seguros» a incluir o no entre las instituciones financieras según las necesidades analíticas.

Sin entrar en mayores precisiones sobre un tema ya suficientemente conocido, sólo se pretende reseñar que la información más completa, homogénea e integrada en un sistema general de que se dispone se refiere al endeudamiento de las administraciones públicas, tanto para el total del sector como para los subsectores que lo forman (2). Esta razón, unida a la importancia de este sector, explica que la mayoría de los cuadros de esta nota vayan referidos a esta agrupación institucional. Por otra parte, aunque existen publicaciones referidas a las cuentas de la totalidad de las «instituciones financieras públicas» y de las «empresas (no financieras) públicas», éstas están referidas a cuentas de flujos y no de saldos, no están integradas, por el momento, en el esquema completo de las cuentas financieras de la economía española y, quizá, por su vocación de totalidad, se difunden con cierto retraso (3). Llegados a este punto, sólo cabe aproximarse al problema general del endeudamiento de las empresas no financieras públicas mediante una recopilación de la incompleta y heterogénea información disponible procedente de fuentes tan diversas como las Centrales de Balances y de Riesgos, ambas del Banco de España, las estadísticas del control de cambios, la información facilitada por las entidades que forman el sistema crediticio y las estadísticas del mercado de valores, materiales todos ellos que habrán de tenerse en cuenta cuando se lleve a término la tarea pendiente de integrar al subsector empresas no financieras públicas (o, al subsector «grandes empresas públicas», más fácil de elaborar e igualmente útil a efectos de análisis) como una parte del sector empresas no financieras, al elaborar las cuentas financieras de la economía española. La recopilación antes aludida es la que, en síntesis, se ha llevado a cabo en el cuadro n.º 9, que sirve de referencia sobre el endeudamiento de estas empresas. No se ha considerado, sin embargo, aproximación alguna al endeudamiento de las «instituciones financieras públicas» porque, en general, la especificidad de esta agrupación institucional procede de la función que estas instituciones desempeñan más que de su carácter público (piénsese, por ejemplo, en los casos del Banco de España e ICO.)

3. AMBITO CONCEPTUAL

El término endeudamiento se utiliza aquí en su sentido más amplio: *stock* o saldo vivo del total de los pasivos financieros, aunque en el caso de las «empresas no financieras públicas», por las razones expuestas, sólo se informa

GRAFICO 1
INGRESOS, GASTOS Y DEFICIT PUBLICOS



sobre el monto, total o parcial, de determinados pasivos. Sobre este ámbito conceptual cabe hacer, entre otras, las siguientes consideraciones:

a) Estos pasivos financieros son los que, junto a los activos financieros, constituyen el objetivo último de la parte de las cuentas financieras de la economía española referida a las cuentas patrimoniales, también denominadas de saldos de *stocks* o, simplemente, balances, y que, junto a sus complementarias las cuentas de flujos u operaciones, constituyen un sistema integrado. Para cada rúbrica u operación de cada sector concreto, se cumple que la variación de sus saldos (cuentas patrimoniales) entre dos períodos consecutivos es igual al montante de esa rúbrica, en ese período, en las cuentas de flujos, más o menos unas rúbricas de reconciliación que se originan por la distinta valoración de los flujos (valor de la transacción) y los saldos (valor de mercado al final del período), y que pueden ser importantes en operaciones sobre títulos o expresadas en moneda extranjera e incluso en créditos. Es decir,

siendo P_0 y P_1 el total de los pasivos de una rúbrica al final de los períodos 0 y 1 (cuentas patrimoniales).

vpf la variación neta de pasivos de esa rúbrica en el período 1 (cuentas de flujos), y

r el monto de revalorizaciones en el período (plusvalías y minusvalías no realizadas, es decir, regularizaciones de títulos, saneamientos, variaciones patrimoniales en las operaciones nominadas en moneda extranjera debidas a modificaciones del tipo de cambio...),

se cumple que:

$$P_1 - P_0 = vpf \pm r \quad (4)$$

En cualquier caso, es importante tener en cuenta que, la «variación neta de pasivos financieros» de cualquier sector en un período concreto indica en qué medida los gastos corrientes y de capital (g) más la variación neta de activos financieros (vaf) no han podido ser financiados con los ingresos corrientes y de capital. Es decir:

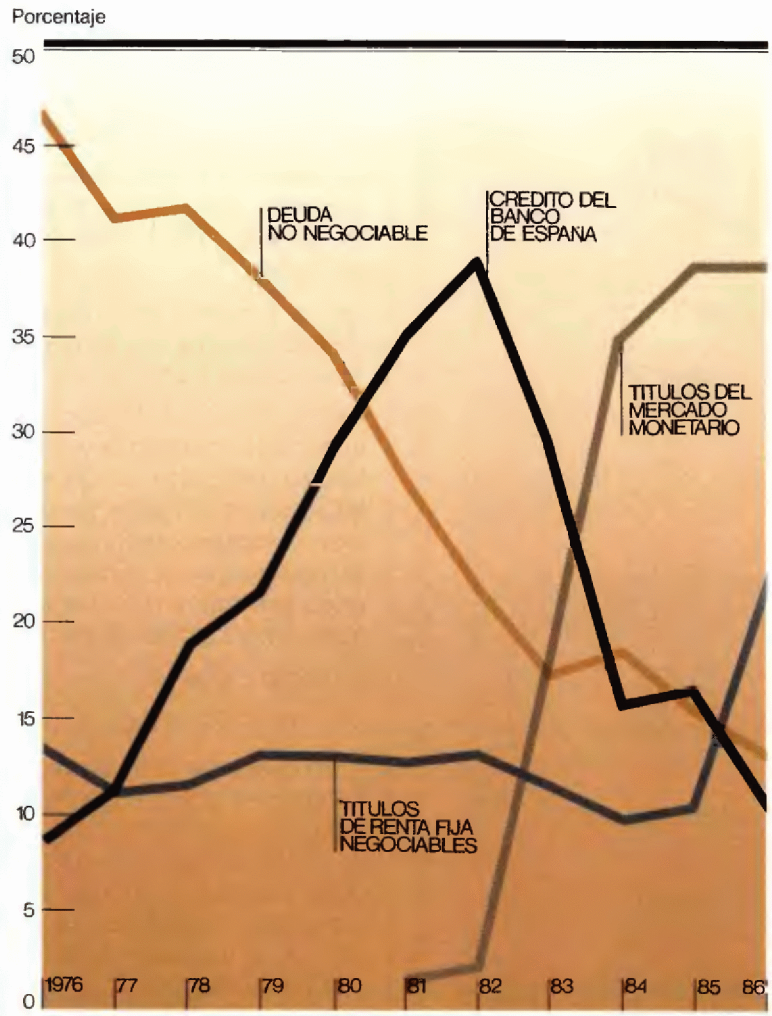
$$g + vaf - i = vpf$$

o, lo que es lo mismo,

$$i - g = vaf - vpf$$

Al saldo que aparece en ambos miembros de esta igualdad se le denomina genéricamente déficit (o superávit), aunque se reserva la denominación de «capacidad (+) o necesidad (—) de financiación» para la ecuación i — g (cuentas no financieras) y su co-

GRAFICO 2
ESTRUCTURA DE LOS PASIVOS DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS POR INSTRUMENTOS UTILIZADOS



rrespondiente «saldo de activos y pasivos financieros» o «ahorro financiero neto» para la ecuación (vaf — vpf) (cuentas financieras). Como puede observarse, teóricamente ambas expresiones son idénticas, aunque en la práctica problemas derivados de las distintas fuentes estadísticas utilizadas al elaborar las cuentas, y de distintos criterios de valoración e imputación temporal, explican, entre otras causas, el que se obtengan resultados diferentes.

b) La magnitud saldos pasivos financieros (en circulación o «vivos») mide la situación deudora del sector en cuestión al final del período considerado, que también debe valorarse en relación con los activos financieros que indican la situación acreedora de ese sector frente a los restantes.

c) No todos los pasivos financieros de un sector tienen el carácter de exigibles. Piénsese en el caso de las «acciones y participaciones» (y, más concretamente, en las inversiones directas y en cartera que figuran entre los pasivos financieros de los sectores residentes frente al exterior, sin ser deuda exterior en sentido estricto); en la peculiaridad de los «depósitos» mantenidos en el sistema bancario o en las «reservas técnicas de seguro» que los tomadores de éstos mantienen en las empresas del sector. En el caso concreto de las administraciones públicas, es evidente que la moneda metálica en circulación es un pasivo no exigible, y que el recurso del Tesoro (Estado) al Banco de España merece una consideración especial al margen de su condición de pasivo.

4. ENDEUDAMIENTO DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS

La mejor referencia para estudiar la evolución de este concepto y otros conexos son los cuadros que se recogen en los capítulos 2 y 3 del Apéndice Estadístico al *Informe anual* del Banco de España 1986 referidos a este sector. Sin embargo, a modo de síntesis, se han elaborado los cuadros núms. 1 a 6 que muestran, para 1970, como referencia remota, y desde 1975 como referencias más próximas, la evolución del citado endeudamiento y de conceptos próximos al mismo. En ellos destaca:

a) El peso creciente de los pasivos financieros de las administraciones públicas, y la disminu-

ción equivalente de los pasivos financieros captados por las empresas no financieras y familias, quedando las instituciones financieras estabilizadas en su función de intermediarios (cuadro n.° 1).

b) El reducido peso de la financiación exterior, tanto en las administraciones públicas como en los restantes sectores residentes (cuadro n.° 1).

c) La importancia absoluta de las instituciones financieras en la financiación de las administraciones públicas (cuadro n.° 2).

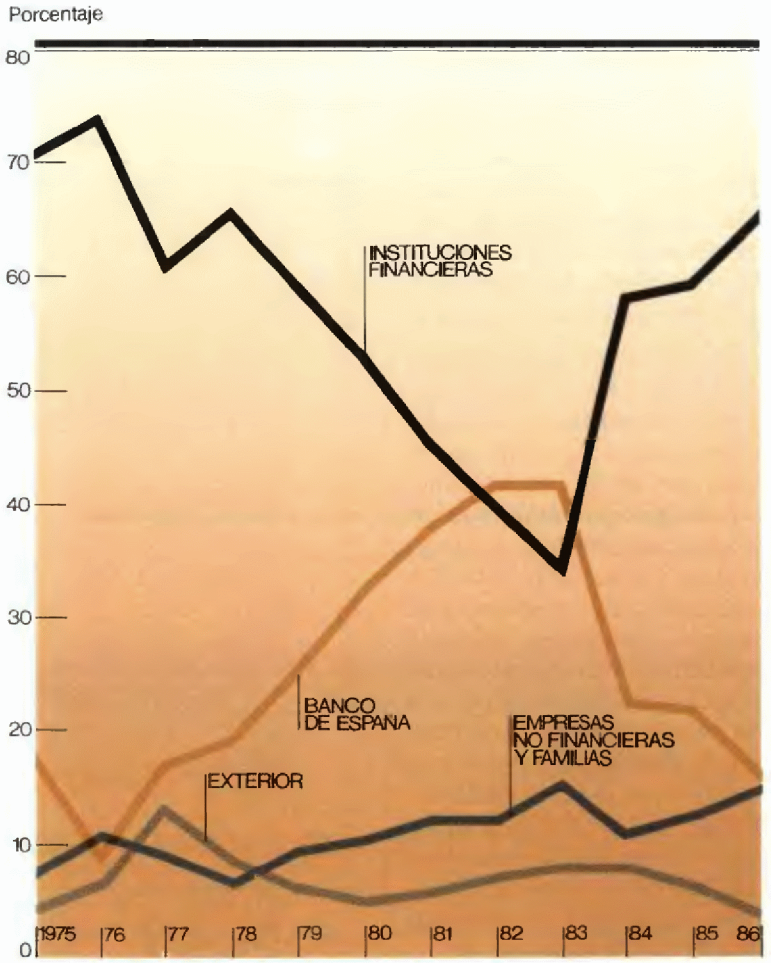
d) La importancia de la financiación de las administraciones públicas por las empresas no financieras y familias en los últimos años, como consecuencia de la adquisición por este sector de pagarés del Tesoro y otra deuda pública (cuadro n.° 2).

e) La importancia de la financiación de las instituciones financieras antes aludida se detalla en el cuadro n.° 3, donde se observa el creciente peso relativo del Banco de España en la financiación del déficit cuando éste empieza a ser importante, es decir, a partir de 1977, pero cómo a medida que se consolida su financiación mediante la emisión de deuda pública en condiciones de mercado y, sobre todo, mediante la emisión de pagarés del Tesoro, el peso se traslada al «sistema bancario».

f) La mayor parte de la financiación de las «otras instituciones financieras» a las administraciones públicas se refiere en realidad a los créditos que, procedentes del crédito oficial (Banco de Crédito Local), llegan a las corporaciones locales (cuadro n.° 3).

g) Como se deduce del cuadro n.° 4, referirse a los pasivos financieros de las administraciones públicas es aludir a los pasivos financieros del Estado, máxime cuando una parte importante de los pasivos formalmente adscritos a las corporaciones locales (los créditos recibidos del Banco de Crédito Local afectados a las «operaciones de liquidación de deudas») son amortizados por el Estado (5). En cualquier caso, dada la forma de financiarse de las administraciones territoriales, gran parte de los pasivos del Estado tienen su origen en la financiación de corporaciones locales y comunidades autónomas. Lo mismo sucede, e incluso en mayor medida, con la seguridad social, ya que, al no tener el sistema posibilidad de apelación al banco emisor, no emitir valores, ni contraer con la banca otros pasivos distintos de los originados por los desfases entre cotizaciones y prestaciones, ha de financiarse con transferencias procedentes del Estado. Estas consideraciones ponen en evidencia, en suma, el interés de estudiar

GRAFICO 3
ESTRUCTURA DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS POR SECTORES PRESTAMISTAS



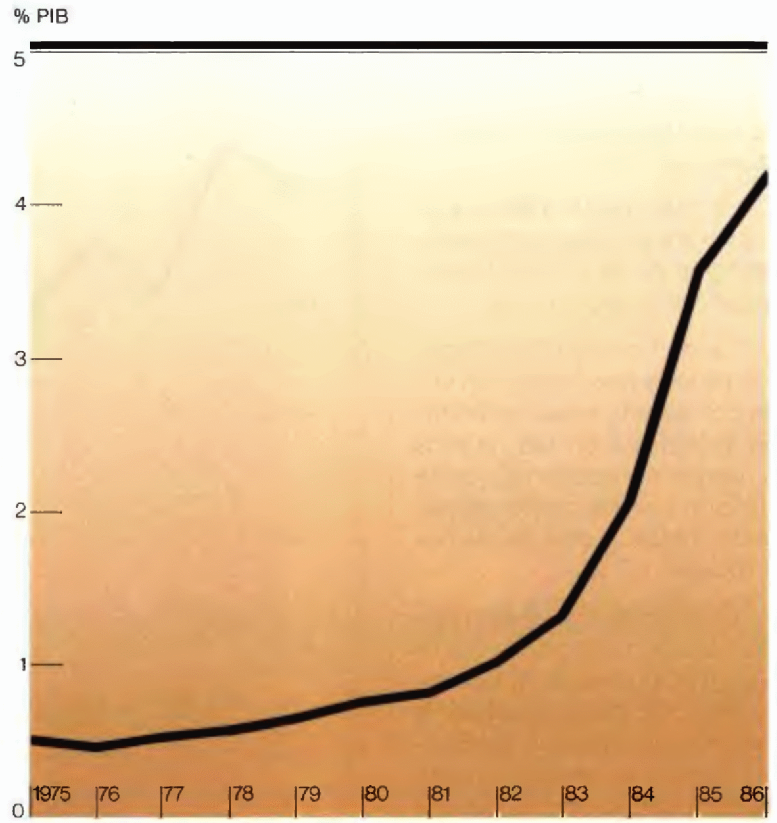
los pasivos de las administraciones públicas en su totalidad y de adoptar ciertas cautelas al considerar sus detalles sectoriales (cuadro n.° 4).

h) Ya se ha señalado la reducida importancia ya observada de los pasivos exteriores de las administraciones públicas. Respecto a los pasivos en moneda extranjera del sector frente a los restantes sectores residentes, el cuadro número 5 pone en evidencia la pérdida de importancia relativa del dólar y la creciente diversidad de monedas en las que las administraciones públicas contraen sus pasivos.

i) En el contexto del análisis de los saldos pasivos de las administraciones públicas y sus subsectores destaca el montante y la composición de sus activos que, a modo de *pro memoria,* figuran en la segunda parte de los cuadros núms. 2 y 4. Sobre este último extremo cabe precisar que: 1) los más importantes de estos son las dotaciones (créditos) del Estado al crédito oficial; 2) algunos se han generado como contrapartida de la deuda asumida por el Estado al INI a partir de 1982, activos que se van regularizando, aproximadamente, al mismo ritmo que se han amortizado las obligaciones y créditos en que se materializa la deuda asumida (6).

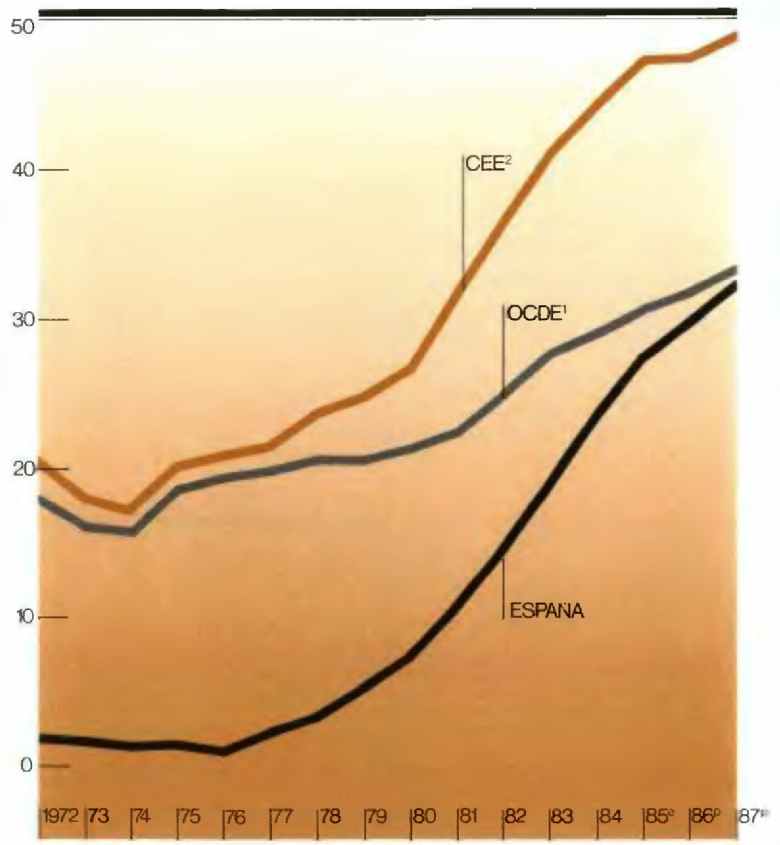
j) Si se pretende complementar el análisis en términos de saldos con las operaciones de financiación del déficit que dan origen a las mismas, el estudio de los cuadros núms. 6.1 y 6.2 pone en evidencia cómo han ido evolucionando éstos, tanto en el total del sector como en sus principales subsectores y agentes. Deben tenerse en cuenta las precisiones que se hacen en el epígrafe 3 sobre el concepto de déficit aquí considerado (ahorro financiero neto) y su relación con la capacidad o necesidad de financiación.

GRAFICO 4
COSTE POR INTERESES DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS



k) Por último, los cuadros núms. 7 y 8 se han elaborado para comparar la última información disponible de endeudamiento de las administraciones públicas españolas con el de estas agrupaciones institucionales en los países que constituyen referencia obligada. En este contexto puede observarse (cuadro n.° 7) que los montantes absolutos de España son, en términos comparativos, aceptables (sólo Francia y Alemania tienen un menor endeudamiento) y que, en términos relativos (cuadro n.° 8), destaca, en nuestro caso, el peso de la financiación procedente de las instituciones financieras, y entre ellas el del Banco de España. Es general, por otra parte, el elevado peso que dentro del endeudamiento de las administraciones públicas tiene el de la Administración central, excepto en países de estructura federal, en Francia y el Reino Unido, donde es relativamente alto en términos relativos el endeudamiento de las administraciones locales. En cualquier caso, en los países con un esquema institucional similar al nuestro, tanto estas últimas como la seguridad social se financian en gran medida con transferencias de la Administración central. Por último, debe tenerse en

GRAFICO 5
DEUDA PUBLICA NETA EN PORCENTAJE DEL PIB/PNB



(e) Estimación
(p) Previsión
(1) Excluidas Portugal y Suiza
(2) Excluidas Portugal e Irlanda.

Fuente: OCDE y elaboración propia.

cuenta que estas comparaciones referidas a un momento determinado, normalmente el año 1985, en el caso de España deben matizarse con la constatación de que a este nivel de endeudamiento se ha llegado en un período muy corto, como puede comprobarse analizando las cifras que para 1976 se recogen en estos cuadros (7).

5. ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS PUBLICAS

Como continuación a las consideraciones que se hacen en el epígrafe 2, sólo cabe presentar la recopilación que figura en el cuadro n.° 9, que, tenidas en cuenta las notas a pie del mismo, pone de manifiesto:

a) Que la importancia cuantitativa de los pasivos de las empresas públicas oscila alrededor de 6.000 millones de pesetas, según aproximación de la fuente que, en principio, parece más completa, como es la Central de Balances. Sin embargo, de nuevo debe tenerse en cuenta que la financiación de empresas públicas mediante transferencias del Estado y prácticas similares (deuda asumida) hace aparecer entre los pasivos de este agente a muchos de los originados por los déficit de las citadas empresas.

b) Una cierta estabilización de su monto en los últimos años, después de lo que parece fue un incremento sostenido a finales de los 70 y principios de los 80.

c) Una caída del endeudamiento exterior, cifrada en los últimos años entre 1.000 y 1.500 millones de pesetas, debido a la política de amortizaciones anticipadas como consecuencia de la evolución favorable de la cotización del dólar a partir de 1984.

d) Una cierta estabilidad en los saldos vivos de obligaciones, en cierta medida sólo aparente, dados los volúmenes de títulos de renta fija, que, asumidos por el Estado, han pasado a figurar entre los pasivos de éste. El saldo vivo de tales títulos asumidos, que figuran ahora entre los pasivos del Estado y no entre los pasivos de la empresa pública emisora, es decir, del INI, ascendía en los años que a continuación se indican a:

Años	*m.m.*
1982	116,1
1983	155,5
1984	147,2
1985	174,2
1986	230,9

6. CONCLUSION

Con esta sintética presentación de estadísticas del endeudamiento del sector público y los someros comentarios aquí recogidos, se pretende estimular la utilización de las fuentes disponibles (fundamentalmente, las cuentas financieras de la economía española que se publican todos los años en los capítulos 2 y 3 del Apéndice Estadístico al *Informe anual* del Banco de España), ya que, aunque con limitaciones, éstas permiten estudios relativamente completos sobre la evolución, en el espacio y en el tiempo, del citado concepto. En el tiempo, dada la extensión de las series históricas, y en el espacio, porque los esquemas contables, métodos de elaboración y fuentes utilizadas para llegar a estas estimaciones son homogéneos con los seguidos por los países con los que parece útil realizar este tipo de comparaciones. Esta invitación al estudio no sólo de un agregado o un sector, sino del conjunto del sistema integrado constituido por nuestras cuentas financieras, también se extiende a la colaboración crítica de los usuarios, imprescindible para la mejora de estos instrumentos analíticos.

NOTAS

(1) Salvo indicación en contrario, dicha información procede del Apéndice Estadístico del *Informe Anual* 1986 del Banco de España.

(2) A saber, Administración central (Estado y organismos autónomos de la Administración central), administraciones territoriales (corporaciones locales y comunidades autónomas) y administraciones de seguridad social (sistema general de seguridad social y los organismos que gestionan la seguridad social de los funcionarios y otros de la misma naturaleza).

(3) Vid. Ministerio de Economía y Hacienda cuentas de las «instituciones financieras públicas» y cuentas de las «empresas públicas» (las últimas aparecidas, de unas y otras, van referidas al año 1984).

(4) Esta ecuación, referida a los datos de las administraciones públicas, expresados en miles de millones, sería para el año 1986: 15.333 — 13.110,8 = 2.290,4 — 68,2.

(5) El monto de los créditos vivos por este concepto de «liquidación de deudas» ascendía a 160,9 y a 155,4 miles de millones de pesetas en 1985 y 1986, respectivamente.

(6) En cierto modo, el activo (crédito) en que se concretó la emisión Rumasa de julio de 1984 es un caso próximo al aquí reseñado.

(7) Que esto no es así en el caso de los restantes países puede comprobarse en el cuadro n.º 1 del trabajo «Perspectivas de la evolución de la deuda pública» de Chouraqui, Jones y Montador, incluido en este mismo número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA. Incidentalmente, se aclara que las diferencias entre los *ratios* de este trabajo de Chouraqui y otros, y los que figuran en este cuadro se deben a los distintos ámbitos institucionales a que van referidos y, en un segundo término, a las distintas fuentes utilizadas.

APENDICE

CUADRO N.º 1

TOTAL PASIVOS FINANCIEROS (SALDOS) DE LOS DISTINTOS SECTORES INSTITUCIONALES (M.M. Y PORCENTAJES)

	1970		1975		1976		1977		1978	
Instituciones financieras	3.079,1	[51,2]	8.581,5	[53,6]	10.494,8	[53,4]	12.424,4	[52,8]	14.479,2	[53,4]
• Frente a sectores residentes	(2.979,4)	[49,5]	(8.131,3)	[50,8]	(9.911,6)	[50,5]	(11.536,3)	[49,0]	(13.413,6)	[49,4]
• Frente al exterior	(99,7)	[1,7]	(450,3)	[2,8]	(583,2)	[2,9]	(888,1)	[3,8]	(1.065,6)	[4,0]
Administraciones públicas	414,0	[6,9]	804,5	[5,0]	992,0	[5,1]	1.351,5	[5,7]	1.629,9	[6,0]
• Frente a sectores residentes	(392,4)	[6,5]	(771,1)	[4,8]	(927,3)	[4,7]	(1.173,4)	[5,0]	(1.489,8)	[5,5]
• Frente al exterior	(21,6)	[0,4]	(33,4)	[0,2]	(64,7)	[0,4]	(178,1)	[0,7]	(140,1)	[0,5]
Empresas no financieras y familias	2.524,0	[41,9]	6.621,0	[41,4]	8.151,8	[41,5]	9.771,9	[41,5]	11.029,7	[40,6]
• Frente a sectores residentes	(2.167,1)	[36,0]	(5.922,0)	[37,0]	(7.261,8)	[37,0]	(8.595,1)	[36,5]	(9.722,6)	[35,8]
• Frente al exterior	(356,9)	[5,9]	(699,0)	[4,4]	(890,0)	[4,5]	(1.176,8)	[5,0]	(1.307,1)	[4,8]
Total sectores residentes	6.017,1	[100,0]	16.007,0	[100,0]	19.638,6	[100,0]	23.547,8	[100,0]	27.138,8	[100,0]
• Frente a sectores residentes	(5.538,9)	[92,0]	(14.824,3)	[92,6]	(18.100,7)	[92,2]	(21.304,8)	[90,5]	(24.626,0)	[90,7]
• Frente al exterior	(478,2)	[8,0]	(1.182,7)	[7,4]	(1.537,9)	[7,8]	(2.243,0)	[9,5]	(2.512,8)	[9,3]

	1979		1980		1981		1982	
Instituciones financieras	17.584,3	[54,3]	21.006,0	[54,0]	25.440,6	[54,3]	32.029,7	[53,4]
• Frente a sectores residentes	(16.153,3)	[49,9]	(18.946,6)	[48,7]	(22.560,8)	[48,2]	(28.992,4)	[48,3]
• Frente al exterior	(1.431,0)	[4,4]	(2.059,4)	[5,3]	(2.879,8)	[6,2]	(3.037,3)	[5,1]
Administraciones públicas	2.178,2	[6,7]	2.821,0	[7,2]	3.917,4	[8,4]	5.541,9	[9,2]
• Frente a sectores residentes	(2.046,4)	[6,3]	(2.685,1)	[6,9]	(3.711,5)	[7,9]	(5.166,6)	[8,6]
• Frente al exterior	(131,8)	[0,4]	(135,9)	[0,3]	(205,9)	[0,5]	(375,3)	[0,6]
Empresas no financieras y familias	12.624,0	[39,0]	15.066,5	[38,8]	17.444,0	[37,3]	22.412,5	[37,4]
• Frente a sectores residentes	(11.123,3)	[34,3]	(13.089,9)	[33,7]	(14.804,9)	[31,6]	(19.054,4)	[31,8]
• Frente al exterior	(1.500,7)	[4,7]	(1.976,6)	[5,1]	(2.639,1)	[5,7]	(3.358,1)	[5,6]
Total sectores residentes	32.386,5	[100,0]	38.893,5	[100,0]	46.802,0	[100,0]	59.984,1	[100,0]
• Frente a sectores residentes	(29.323,0)	[90,5]	(34.721,6)	[89,3]	(41.077,2)	[87,8]	(53.213,4)	[88,7]
• Frente al exterior	(3.063,5)	[9,5]	(4.171,9)	[10,7]	(5.724,8)	[12,2]	(6.770,7)	[11,3]

	1983		1984		1985		1986	
Instituciones financieras	38.039,9	[53,0]	44.823,5	[53,3]	49.381,6	[52,4]	53.902,4	[51,1]
• Frente a sectores residentes	(34.566,5)	[48,1]	(40.688,8)	[48,4]	(45.716,2)	[48,5]	(50.068,0)	[47,5]
• Frente al exterior	(3.473,4)	[4,9]	(4.134,7)	[4,9]	(3.665,4)	[3,9]	(3.834,4)	[3,6]
Administraciones públicas	7.786,1	[10,8]	10.478,5	[12,5]	13.110,8	[13,9]	15.333,0	[14,6]
• Frente a sectores residentes	(7.198,3)	[10,0]	(9.780,3)	[11,6]	(12.372,9)	[13,1]	(14.837,5)	[14,1]
• Frente al exterior	(587,8)	[0,8]	(770,2)	[0,9]	(737,9)	[0,8]	(495,5)	[0,5]
Empresas no financieras y familias	25.971,9	[36,2]	28.728,0	[34,2]	31.722,5	[33,7]	36.070,4	[34,3]
• Frente a sectores residentes	(21.828,4)	[30,4]	(23.950,2)	[28,5]	(27.008,1)	[28,6]	(31.348,6)	[29,8]
• Frente al exterior	(4.143,5)	[5,8]	(4.777,8)	[5,7]	(4.714,4)	[5,1]	(4.721,8)	[4,5]
Total sectores residentes	71.797,9	[100,0]	84.030,0	[100,0]	94.214,4	[100,0]	105.306,5	[100,0]
• Frente a sectores residentes	(63.593,2)	[88,5]	(74.347,3)	[88,5]	(85.097,2)	[90,3]	(96.254,8)	[91,4]
• Frente al exterior	(8.204,7)	[11,5]	(9.682,7)	[11,5]	(9.117,7)	[9,7]	(9.051,7)	[8,6]

Fuente: Este y los restantes cuadros de esta nota proceden, salvo indicación en contrario, de los capítulos 2 y 3 del Apéndice Estadístico al Informe anual del Banco de España 1986. De hecho estos cuadros constituyen un resumen de la parte de esos capítulos relativa al tema de esta nota. El Apéndice citado sólo recoge la serie 1976-1986 pero están disponibles los datos desde 1970 que se publicarán en una monografía específica, pero, mientras ésta aparece tales series se pueden proporcionar a los interesados.

CUADRO N.º 2

DETALLE DE LA FINANCIACION DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS POR SECTORES Y SUBSECTORES PRESTAMISTAS (M.M. Y PORCENTAJES)

	1970		1975		1976		1977		1978	
Pasivos de las AA. PP.	**414,0**	**[100,0]**	**804,5**	**[100,0]**	**992,0**	**[100,0]**	**1.351,5**	**[100,0]**	**1.629,9**	**[100,0]**
Activos de:										
Instituciones financieras	355,3	[85,8]	710,0	[88,2]	823,7	[83,0]	1.051,5	[77,8]	1.381,3	[84,7]
Banco de España	(37,1)	[9,0]	(142,6)	[17,7]	(90,2)	[9,1]	(229,8)	[17,0]	(309,6)	[19,0]
Sistema bancario	(265,1)	[64,0]	(447,7)	[55,6]	(581,2)	[58,6]	(607,7)	[45,0]	(807,8)	[49,6]
Otras instituciones financieras	(53,1)	[12,8]	(119,7)	[14,9]	(152,3)	[15,3]	(214,0)	[15,8]	(263,9)	[16,1]
Administraciones públicas	4,7	[1,2]	4,0	[0,4]	3,7	[0,4]	4,0	[0,3]	3,8	[0,3]
Empresas no financ. y familias	32,4	[7,8]	57,1	[7,1]	99,9	[10,0]	117,9	[8,7]	104,7	[6,4]
Sector exterior	21,6	[5,2]	33,4	[4,2]	64,7	[6,6]	178,1	[13,2]	140,1	[8,6]
PRO MEMORIA:										
Activos de las AA. PP.	**360,4**		**708,6**		**886,0**		**1.089,7**		**1.244,6**	
De ellos:										
— Dotaciones al crédito oficial	236,3		443,1		558,3		737,6		890,2	
— Participaciones deuda asumida.	—		—		—		—		—	
• Contrapartida pasivos	(—)		(—)		(—)		(—)		(—)	
• Menos: regularización	(—)		(—)		(—)		(—)		(—)	
— Depósitos	43,5		141,8		192,5		234,0		221,0	
— Títulos	67,3		93,3		89,8		107,2		121,8	

	1979		1980		1981		1962	
Pasivos de las AA. PP.	**2.178,2**	**[100,0]**	**2.821,0**	**[100,0]**	**3.917,4**	**[100,0]**	**5.541,9**	**[100,0]**
Activos de:								
Instituciones financieras	1.839,5	[84,5]	2.391,6	[84,8]	3.236,6	[82,6]	4.498,5	[81,2]
Banco de España	(542,9)	[24,9]	(903,6)	[32,0]	(1.465,0)	[37,5]	(2.304,1)	[41,6]
Sistema bancario	(949,1)	[43,6]	(1.084,7)	[38,5]	(1.309,8)	[33,4]	(1.681,3)	[30,3]
Otras instituciones financieras	(347,5)	[16,0]	(403,3)	[14,3]	(461,8)	[11,7]	(513,1)	[9,3]
Administraciones públicas	5,9	[0,3]	9,3	[0,3]	11,5	[0,3]	15,6	[0,3]
Empresas no financ. y familias	201,0	[9,2]	284,2	[10,1]	463,4	[11,8]	652,5	[11,8]
Sector exterior	131,8	[6,0]	135,9	[4,8]	205,9	[5,3]	375,3	[6,7]
PRO MEMORIA:								
Activos de las AA. PP.	**1.426,8**		**1.640,8**		**1.958,0**		**2.756,3**	
De ellos:								
— Dotaciones al crédito oficial	1.053,3		1.189,6		1.419,1		1.697,0	
— Participaciones deuda asumida	—		—		—		116,1	
• Contrapartida pasivos	(—)		(—)		(—)		(119,9)	
• Menos: regularización	(—)		(—)		(—)		(— 3,8)	
— Depósitos	228,2		239,4		291,4		659,7	
— Títulos	134,4		150,8		163,6		300,1	

CUADRO N.º 2 (Continuación)

DETALLE DE LA FINANCIACION DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS POR SECTORES Y SUBSECTORES PRESTAMISTAS (M.M. Y PORCENTAJES)

	1983		*1984*		*1985*		*1986*	
Pasivos de las AA. PP.	**7.786,1**	**[100,0]**	**10.478,5**	**[100,0]**	**13.110,8**	**[100,0]**	**15.333,0**	**[100,0]**
Activos de:								
Instituciones financieras	5.877,0	[75,5]	8.432,9	[80,4]	10.643,3	[81,2]	12.428,2	[81,1]
Banco de España	(3.234,6)	[41,5]	(2.329,8)	[22,2]	(2.848,8)	[21,7]	(2.412,9)	[15,7]
Sistema bancario	(2.102,6)	[27,0]	(5.414,2)	[51,6]	(6.960,9)	[53,1]	(9.113,2)	[59,4]
Otras instituciones financieras	(539,8)	[7,0]	(688,9)	[6,6]	(833,6)	[6,4]	(902,1)	[5,9]
Administraciones públicas	144,6	[1,9]	144,0	[1,4]	132,4	[1,0]	135,4	[0,9]
Empresas no financ. y familias	1.176,8	[15,1]	1.131,4	[10,8]	1.597,3	[12,2]	2.273,9	[14,8]
Sector exterior	587,7	[7,5]	770,2	[7,4]	737,8	[5,6]	495,5	[3,2]
PRO MEMORIA:								
Activos de las AA. PP.	**3.759,4**		**4.806,2**		**5.468,3**		**5.870,4**	
De ellos:								
— Dotaciones al crédito oficial	1.961,9		2.225,5		2.391,2		2.430,3	
— Participaciones deuda asumida.	195,5		187,2		300,3		427,9	
• Contrapartida pasivos	(204,9)		(204,9)		(399,5)		(780,7)	
• Menos: regularización	(—9,4)		(—17,7)		(—99,2)		(—352,8)	
— Depósitos	960,3		1.152,6		1.253,0		1.273,1	
— Títulos	216,5		466,6		611,8		373,0	

CUADRO N.º 3

DETALLE DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS FRENTE A LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS (M.M. Y PORCENTAJES)

	1970		1975		1976		1977		1978	
Total pasivos de la AA. PP. frente a las instituciones financieras	**355,3**	**[100,0]**	**710,0**	**[100,0]**	**823,7**	**[100,0]**	**1.051,5**	**[100,0]**	**1.381,3**	**[100,0]**
Banco de España	**37,1**	**[10,4]**	**142,6**	**[20,0]**	**90,2**	**[11,0]**	**229,8**	**[21,9]**	**309,6**	**[22,4]**
Créditos	31,3	[8,8]	138,1	[19,4]	86,5	[10,5]	154,7	[14,7]	301,5	[21,8]
Recurso del Estado	(29,2)		(134,2)		(80,7)		(138,3)		(279,1)	
Financiación títulos Org. Intles	(2,1)		(3,9)		(5,8)		(8,2)		(10,3)	
Créditos a la Seguridad Social	(—)		(—)		(—)		(8,2)		(8,8)	
Títulos en moneda extranj. (1)	(—)		(—)		(—)		(—)		(3,3)	
Títulos	5,8	[1,6]	4,5	[0,6]	3,7	[0,5]	75,1	[7,1]	8,1	[0,6]
del mercado monetario (PT)	(—)		(—)		(—)		(—)		(—)	
de renta fija negociables	(4,5)		(3,2)		(3,0)		(2,9)		(4,0)	
de renta fija no negociables (CI)	(1,3)		(1,3)		(0,7)		(72,2)		(4,1)	
Sistema bancario	**265,1**	[74,6]	**447,7**	[62,9]	**581,2**	**[70,6]**	**607,7**	**[57,8]**	**807,8**	**[58,5]**
Créditos en pesetas	3,4	[1,0]	7,1	[1,0]	8,4	[1,0]	9,1	[0,9]	9,9	[0,7]
Créditos en moneda extranjera	—	[—]	—	[—]	5,7	[0,7]	13,4	[1,3]	0,1	[—]
Títulos	261,7	[73,6]	439,7	[61,9]	558,1	[67,8]	583,5	[55,5]	797,8	[57,8]
de mercado monetario (PT)	(—)	[—]	(—)	[—]	(—)		(—)		(—)	
de renta fija negociables	(95,4)		(102,2)		(105,2)		(105,0)		(124,5)	
de renta fija no negociables (CI)	(166,3)		(337,5)		(452,9)		(478,5)		(673,3)	
Depósitos	—		0,9		9,0	[1,1]	1,7	[0,1]	—	[—]
Otras instituciones financieras	**53,1**	[15,0]	**119,7**	[16,8]	**152,3**	**[18,4]**	**214,0**	**[20,3]**	**263,9**	**[19,1]**
Créditos en pesetas	40,0	[11,3]	96,0	[13,5]	125,3	[15,2]	175,1	[16,7]	215,6	[15,6]
Títulos	13,1	[3,7]	23,7	[3,3]	27,0	[3,2]	38,9	[3,6]	48,3	[3,5]
del mercado monetario (PT)	(—)		(—)		(—)		(—)		(—)	
de renta fija negociables	(2,9)		(20,1)		(23,2)		(35,0)		(45,6)	
de renta fija no negociables (CI)	(4,2)		(3,6)		(3,8)		(3,9)		(2,7)	

	1979		1980		1981		1982	
Total pasivos de la AA. PP. frente a las Instituciones Financieras	**1.839,5**	**[100,0]**	**2.391,6**	**[100,0]**	**3.236,6**	**[100,0]**	**4.498,5**	**[100,0]**
Banco de España	**542,9**	**[29,5]**	**903,6**	**[37,8]**	**1.465,0**	**[45,3]**	**2.304,1**	**[51,2]**
Créditos	473,0	[25,7]	831,9	[34,8]	1.380,3	[42,6]	2.184,2	[48,5]
Recurso del Estado	(437,9)		(814,9)		(1.293,6)		(2.160,5)	
Financiación títulos Org. Intles	(8,0)		(9,6)		(12,8)		(15,9)	
Créditos a la Seguridad Social	(20,8)		(0,8)		(67,0)		(—)	
Títulos en moneda extranj. (1)	(6,3)		(6,6)		(6,9)		(7,8)	
Títulos	(69,9)	[3,8]	71,7	[3,0]	84,7	[2,7]	119,9	[2,7]
del mercado monetario (PT)	(—)		(—)		(0,3)		(2,9)	
de renta fija negociables	(5,6)		(5,0)		(5,3)		(17,6)	
de renta fija no negociables (CI)	(64,3)		(66,7)		(79,1)		(99,4)	
Sistema bancario	**949,1**	[51,6]	**1.084,7**	[45,4]	**1.309,8**	**[40,5]**	**1.681,3**	**[37,5]**
Créditos en pesetas	15,1	[0,8]	23,4	[1,0]	64,6	[2,0]	136,6	[3,3]
Créditos en moneda extranjera	—	[—]	—	[—]	16,7	[0,6]	29,5	[0,6]
Títulos	933,9	[50,8]	1.061,3	[44,4]	1.227,9	[37,9]	1.514,7	[33,6]
de mercado monetario (PT)	(—)		(—)	[—]	(27,2)	[0,8]	(36,7)	[0,8]
de renta fija negociables	(168,1)		(163,9)		(192,9)		(363,0)	
de renta fija no negociables (CI)	(765,8)		(897,4)		(1.007,8)		(1.115,0)	
Depósitos	0,1	[—]	—		0,6	[—]	0,5	[—]
Otras instituciones financieras	**347,5**	[18,9]	**403,3**	[16,8]	**461,8**	**[14,2]**	**513,1**	**[11,3]**
Créditos en pesetas	287,4	[15,6]	330,0	[13,8]	366,9	[11,3]	377,7	[8,3]
Títulos	60,1	[3,3]	73,3	[3,0]	94,9	[2,9]	135,4	[3,0]
del mercado monetario (PT)	(—)		(—)		(0,5)		(13,9)	
de renta fija negociables	(58,0)		(71,8)		(93,2)		(120,4)	
de renta fija no negociables (CI)	(2,1)		(1,5)		(1,2)		(1,1)	

CUADRO N.º 3 (Continuación)

DETALLE DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS FRENTE A LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS (M.M. Y PORCENTAJES)

	1983		1984		1985		1986	
Total pasivos de la AA. PP. frente a las Instituciones Financieras	**5.877,0**	**[100,0]**	**8.432,9**	**[100,0]**	**10.643,3**	**[100,0]**	**12.428,2**	**[100,0]**
Banco de España	**3.234,6**	**[55,0]**	**2.329,8**	**[27,6]**	**2.848,8**	**[26,7]**	**2.412,9**	**[19,6]**
Créditos	2.326,4	[39,6]	1.669,7	[19,8]	2.184,1	[20,5]	1.586,3	[12,8]
Recurso del Estado	(2.295,6)		(1.637,0)		(2.079,1)		(1.472,5)	
Financiación títulos Org. Intles	(20,4)		(23,4)		(26,4)		(55,5)	
Créditos a la Seguridad Social	(—)		(—)		(70,0)		(50,0)	
Títulos en moneda extranj. (1)	(10,4)		(9,3)		(8,6)		(8,3)	
Títulos	908,2	[15,4]	660,1	[7,8]	664,7	[6,2]	826,6	[6,8]
del mercado monetario (PT)	(708,6)		(447,9)		(447,8)		(427,9)	
de renta fija negociables	(43,1)		(41,3)		(37,5)		(256,9)	
de renta fija no negociables (CI)	(156,5)		(170,9)	[2,0]	(179,4)	[1,7]	(142,4)	
Sistema bancario	**2.102,6**	[35,7]	**5.414,2**	**[64,2]**	**6.960,9**	**[65,4]**	**9.113,2**	[73,3]
Créditos en pesetas	252,8	[4,3]	295,8	[3,5]	499,1	[4,7]	631,9	[5,1]
Créditos en moneda extranjera	84,8	[1,4]	81,3	[1,0]	29,5	[0,3]	13,9	[0,1]
Títulos	1.761,6	[30,0]	5.036,8	[59,7]	6.432,3	[60,4]	8.467,4	[68,1]
de mercado monetario (PT)	(172,3)		(2.704,8)		(3.830,5)		(4.483,8)	
de renta fija negociables	(398,1)		(542,6)		(727,8)		(2.093,9)	
de renta fija no negociables (CI)	(1.191,2)		(1.789,4)		(1.874,0)		(1.889,7)	
Depósitos	3,4	[—]	0,3	[—]	—	[—]	—	[—]
Otras instituciones financieras	**539,8**	[9,1]	**688,9**	**[8,2]**	**833,6**	**[7,9]**	**902,1**	[7,2]
Créditos en pesetas	390,3	[6,6]	394,6	[4,7]	463,6	[4,4]	520,8	[4,2]
Títulos	149,5	[2,5]	295,3	[3,5]	370,0	[3,5]	381,3	[3,0]
del mercado monetario (PT)	(20,7)		(141,8)		(157,5)		(87,8)	
de renta fija negociables	(127,8)		(152,8)		(211,9)		(293,1)	
de renta fija no negociables (CI)	(1,0)		(0,7)		(0,6)		(0,4)	

(1) Estos títulos, mediante los que se intrumentan parte de los préstamos exteriores al Estado, se contabilizan en las cuentas financieras como créditos.

CUADRO N.º 4

DETALLE DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS POR SUBSECTORES (M.M. Y PORCENTAJES)

	1970		*1975*		*1976*		*1977*		*1978*	
Total	**414,0**	**[100,0]**	**804,5**	**[100,0]**	**992,0**	**[100,0]**	**1.351,5**	**[100,0]**	**1.629,9**	**[100,0]**
Estado	368,1	[88,9]	692,3	[86,1]	834,9	[84,2]	1.112,4	[82,3]	1.355,1	[83,1]
Organismos de la Admón. Central	10,5	[2,5]	23,2	[2,9]	28,5	[2,9]	32,2	[2,4]	33,2	[2,0]
Administraciones territoriales	39,3	[9,5]	92,3	[11,5]	123,9	[12,5]	175,9	[13,0]	219,6	[13,5]
Corporaciones locales	(39,3)	[9,5]	(92,3)	[11,5]	(123,9)	[12,5]	(175,9)	[13,0]	(219,6)	[13,5]
Entes autonómicos	(—)	[—]	(—)	[—]	(—)	[—]	(—)	[—]	(—)	[—]
Administraciones de Seg. Social	—3,9	[—0,9]	—3,3	[—0,5]	4,7	[0,4]	31,0	[2,3]	22,0	[1,4]
PRO MEMORIA:										
Activos financieros de las Administraciones Públicas	**360,4**	**[100,0]**	**708,6**	**[100,0]**	**886,0**	**[100,0]**	**1.089,7**	**[100,0]**	**1.244,6**	**[100,0]**
Estado	274,4	[76,1]	514,5	[72,6]	649,1	[73,3]	805,0	[73,9]	969,5	[77,9]
Organismos de la Admón. Central	19,1	[5,3]	45,6	[6,4]	53,7	[6,1]	87,0	[8,0]	77,9	[6,3]
Administraciones territoriales	6,7	[1,9]	25,2	[3,6]	49,7	[5,6]	40,1	[3,6]	46,9	[3,7]
Corporaciones locales	(6,7)	[1,9]	(25,2)	[3,6]	(49,7)	[5,6]	(40,1)	[3,6]	(46,9)	[3,7]
Entes autonómicos	(—)	[—]	(—)	[—]	(—)	[—]	(—)	[—]	(—)	[—]
Administraciones de Seg. Social	60,2	[16,7]	123,3	[17,4]	133,5	[15,0]	157,6	[14,5]	151,1	[12,1]

	1979		*1980*		*1981*		*1982*	
Total	**2.178,2**	**[100,0]**	**2.821,0**	**[100,0]**	**3.917,4**	**[100,0]**	**5.541,9**	**[100,0]**
Estado	1.745,1	[80,1]	2.320,8	[82,3]	3.136,2	[80,0]	4.701,9	[84,8]
Organismos de la Admón. Central	33,4	[1,5]	33,4	[1,2]	33,4	[0,9]	40,3	[0,7]
Administraciones territoriales	306,7	[14,1]	372,4	[13,2]	501,4	[12,8]	649,2	[11,7]
Corporaciones locales	(306,7)	[14,1]	(372,4)	[13,2]	(485,5)	[12,4]	(618,5)	[11,2]
Entes autonómicos	(—)	[—]	(—)	[—]	(15,9)	[0,4]	(30,7)	[0,5]
Administraciones de Seg. Social	92,9	[4,3]	94,4	[3,3]	246,4	[6,3]	150,5	[2,8]
PRO MEMORIA:								
Activos financieros de las Administraciones públicas	**1.426,8**	**[100,0]**	**1.640,8**	**[100,0]**	**1.958,0**	**[100,0]**	**2.756,3**	**[100,0]**
Estado	1.138,0	[79,8]	1.330,2	[81,1]	1.598,2	[81,6]	2.130,0	[77,3]
Organismos de la Admón. Central	95,5	[6,7]	98,3	[6,0]	109,0	[5,6]	135,2	[4,9]
Administraciones territoriales	66,1	[4,6]	100,3	[6,1]	143,9	[7,3]	275,6	[10,0]
Corporaciones locales	(63,9)	[4,5]	(89,6)	[5,5]	(114,9)	[5,9]	(200,7)	[7,3]
Entes autonómicos	(2,2)	[0,1]	(10,7)	[0,6]	(29,0)	[1,4]	(74,9)	[2,7]
Administraciones de Seg. Social	127,2	[8,9]	112,0	[6,8]	106,9	[5,5]	215,5	[7,8]

CUADRO N.º 4 (continuación)

DETALLE DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS POR SUBSECTORES (M.M. Y PORCENTAJES)

	1983		*1984*		*1985*		*1986*	
Total	**7.786,1**	**[100,0]**	**10.478,5**	**[100,0]**	**13.110,8**	**[100,0]**	**15.333,0**	**[100,0]**
Estado	6.721,2	[86,3]	9.309,0	[88,8]	11.639,6	[88,7]	13.588,1	[88,6]
Organismos de la Admón. Central	42,1	[0,5]	48,6	[0,5]	57,0	[0,4]	32,2	[0,2]
Administraciones territoriales	758,0	[9,7]	838,3	[8,0]	1.010,3	[7,7]	1.266,8	[8,3]
Corporaciones locales	(703,3)	[9,0]	(716,2)	[6,8]	(819,3)	[6,2]	(950,1)	[6,2]
Entes autonómicos	(54,7)	[0,7]	(122,1)	[1,2]	(191,0)	[1,5]	(316,7)	[2,1]
Administraciones de Seg. Social	264,8	[3,5]	282,6	[2,7]	403,9	[3,2]	445,9	[2,9]
PRO MEMORIA:								
Activos financieros de las Administraciones públicas	**3.759,4**	**[100,0]**	**4.806,2**	**[100,0]**	**5.468,3**	**[100,0]**	**5.870,4**	**[100,0]**
Estado	2.870,2	[76,3]	3.770,1	[78,4]	4.336,5	[79,3]	4.698,5	[80,0]
Organismos de la Admón. Central	172,6	[4,6]	193,1	[4,0]	150,0	[2,7]	151,3	[2,6]
Administraciones territoriales	376,8	[10,0]	517,7	[10,8]	642,1	[11,7]	702,5	[12,0]
Corporaciones locales	(266,2)	[7,1]	(341,4)	[7,1]	(396,1)	[7,2]	(432,3)	[7,4]
Entes autonómicos	(110,6)	[2,9]	(176,3)	[3,7]	(246,0)	[4,5]	(270,2)	[4,6]
Administraciones de Seg. Social	339,8	[9,1]	325,3	[6,8]	339,7	[6,3]	318,1	[5,4]

CUADRO N.º 5

CREDITOS EN MONEDA EXTRANJERA RECIBIDOS POR LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS (1)
(En m.m. de pesetas)

	1970	*1975*	*1980*	*1983*	*1986*
Total	**21,6**	**33,4**	**140,1**	**680,3**	**546,7**
1. **Por prestamistas**					
1.1. Instituciones financieras	(—)	(—)	(6,6)	(95,2)	(22,2)
1.2. Empresas no financieras y familias	(—)	(—)	(—)	(—)	(32,6)
1.3. Sector exterior (2)	(21,6)	(33,4)	(133,5)	(585,1)	(491,9)
2. **Por prestatarios**					
2.1. Estado	21,6	33,4	140,1	631,4	513,1
Dólares	15,3	24,1	46,1	447,8	260,2
Yens	—	—	5,9	47,6	86,3
Francos suizos	—	—	23,6	37,3	59,4
Marcos	3,2	6,5	62,5	59,7	57,2
Libras esterlinas	—	—	—	34,0	22,6
Otras y pesetas convertibles	3,1	2,8	2,1	5,1	27,4
2.2. Administraciones territoriales	—	—	—	**48,9**	**33,3**
2.2.1. Corporaciones locales (3)	—	—	—	40,1	22,3
2.2.2. Comunidades autónomas (4)	—	—	—	8,8	11,0

(1) Incluye títulos emitidos por el sector en moneda extranjera. (Véase nota a pie de página en el cuadro n.º 3).
(2) La diferencia entre totales y los de la sexta línea del cuadro n.º 1 se explica por existencia de pasivos frente al exterior expresados en pesetas (títulos de renta fija negociables).
(3) Ayuntamientos de Madrid y Barcelona.
(4) Junta de Andalucía y Generalidad de Cataluña.
Fuente: Banco de España y D.G. del Tesoro y Política Financiera.

CUADRO N.° 6.1

VARIACION TOTAL DE ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS Y AHORRO FINANCIERO NETO DEL TOTAL DEL SECTOR ADMINISTRACIONES PUBLICAS Y DEL SUBSECTOR ESTADO
(En m.m. de pesetas y porcentajes PIB)

	Administraciones públicas				*Estado*			
	VAF (1)	*VPF (2)*	*AFN (3=1—2)*	*% PIB (4)*	*VAF (5)*	*VPF (6)*	*AFN (7=5—6)*	*% PIB (8)*
1970	31,1	20,5	10,6	0,4	20,7	19,9	0,8	—
1971	44,1	66,8	—22,7	—0,8	25,1	62,4	—37,3	—1,3
1972	45,0	40,9	4,1	0,1	23,5	36,6	—13,1	—0,4
1973	41,6	49,3	—7,7	—0,2	28,6	23,6	5,0	0,1
1974	93,0	104,3	—11,3	—0,2	53,9	83,3	—29,4	—0,6
1975	120,9	123,7	—2,8	—	105,3	113,1	—7,8	—0,1
1976	176,2	184,2	—8,0	—0,1	133,3	139,3	—6,0	—
1977	201,2	325,6	—124,4	—1,4	153,4	243,6	—90,2	—1,0
1978	153,3	291,1	—137,8	—1,2	162,9	255,3	—92,4	—0,8
1979	181,9	558,5	—376,6	—2,9	168,2	400,3	—232,1	—1,8
1980	212,2	631,0	—418,8	—2,8	190,4	564,0	—373,6	—2,5
1981	322,3	1.071,4	—749,1	—4,4	272,9	786,8	—513,9	—3,0
1982	585,9	1.550,9	—965,0	—4,9	437,6	1.500,8	—1.063,2	—5,4
1983	993,8	2.133,4	—1.139,6	—5,1	731,0	1.916,1	—1.185,1	—5,3
1984	1.037,0	2.632,7	—1.595,7	—6,3	889,8	2.534,0	—1.644,2	—6,5
1985	658,4	2.697,7	—2.039,3	—7,3	563,0	2.390,7	—1.827,7	—6,6
1986	406,3	2.290,4	—1.884,1	—5,9	362,1	2.010,8	—1.648,7	—5,1

CUADRO N.° 6.2

VARIACION TOTAL DE ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS Y AHORRO FINANCIERO NETO DEL SUBSECTOR ADMINISTRACIONES TERRITORIALES Y DEL AGENTE COMUNIDADES AUTONOMAS
(En m.m. de pesetas y porcentajes PIB)

	Administraciones Territoriales				*Comunidades Autónomas*			
	VAF (1)	*VPF (2)*	*AFN (3=1—2)*	*% PIB (4)*	*VAF (1)*	*VPF (2)*	*AFN (3=1—2)*	*% PIB (4)*
1970	—1,2	3,7	—4,9	—0,2	—	—	—	—
1975	7,7	16,7	—9,0	—0,1	—	—	—	—
1980	34,2	65,6	—31,4	—0,2	8,5	—	8,5	—
1981	43,7	132,6	—88,9	—0,5	18,3	15,9	2,4	—
1982	81,1	139,1	—58,0	—0,3	45,9	14,7	31,2	0,2
1983	101,2	101,2	—	—	35,7	22,9	12,8	—
1984	140,9	74,4	66,5	0,3	65,7	65,9	—0,2	—
1985	124,4	177,3	—52,9	—0,2	69,7	70,8	—1,1	—
1986	64,5	262,6	—198,1	—0,6	28,3	128,3	—100,0	—0,3

CUADRO N.° 7

TOTAL DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS EN RELACION CON EL PIB EN DIVERSOS PAISES

	Alemania 1985	*Reino Unido 1985*	*Italia 1984*	*Francia 1985*	*EE. UU 1985* (1)	*Canadá 1985*	*España 1986*	*España 1975*
TOTAL PASIVOS FINANCIEROS	**42,3**	**61,4**	**108,4**	**35,3**	**52,3**	**78,5**	**47,8**	**13,4**
Frente a instituciones financieras	27,3	27,6	53,4	..	24,6	..	38,7	11,8
(de ellas, banco central)	(0,7)	(..)	(—)	(..)	(5,1)	(..)	(7,5)	(2,4)
Frente al sector exterior	6,8	5,0	1,7	..	5,7	..	1,5	0,6
Frente a los restantes sectores	8,2	28,8	53,3	..	22,0	..	7,6	1,0
Por agentes								
TOTAL	**42,3**	**61,4**	**108,4**	**35,3**	**52,3**	**78,5**	**47,8**	**13,4**
Administración central	42,2	49,7	89,6	25,6	40,0	47,3	42,5	11,9
Administraciones locales (2)		11,7	12,7	8,9	12,3	31,2	3,9	1,5
Administraciones de seguridad social	0,1	—	6,0	0,8	—	—	1,4	—

(1) En Relación al PNB.
(2) Comprende lo que los sistemas normalizados designan por «State and Local Government», que, en el caso de España, comprende corporaciones locales y comunidades autónomas.
Fuente: Elaboración propia a partir de *Money and Finance* (Eurostat 3/4 1986). *OFS Financial Accounts of OECD countries* 1986 (OCDE) y *Dix Ans de Comptes de Patrimoine* (1970-1979). *Collections de l'INSEE*, Serie C, n.° 116 y el Apéndice Estadístico al *Informe anual* del Banco de España de 1986.

CUADRO N.° 8

ESTRUCTURA DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS EN DIVERSOS PAISES

	Alemania 1985	*Reino Unido 1985*	*Italia 1984*	*Francia 1985*	*EE. UU 1985* (1)	*Canadá 1985*	*España 1986*	*España 1975*
TOTAL PASIVOS FINANCIEROS	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**
Frente a instituciones financieras	64,5	45,0	49,3	..	47,0	..	81,0	88,1
(de ellas, banco central)	(1,7)	(..)	(—)	(..)	(9,8)	(..)	(15,7)	(17,9)
Frente al sector exterior	16,1	8,1	1,6	..	10,9	..	3,1	4,5
Frente a los restantes sectores	19,4	46,9	49,2	..	42,1	..	15,9	7,5
Por agentes								
TOTAL	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**
Administración central	99,8	80,9	82,7	72,5	76,5	60,3	88,9	88,8
Administraciones locales (2)		19,1	11,7	25,2	23,5	39,7	8,2	11,2
Administraciones de seguridad social	0,2	—	5,5	2,3	—	—	2,9	—

(1) En Relación al PNB.
(2) Comprende lo que los sistemas normalizados designan por «State and Local Government», que, en el caso de España, comprende corporaciones locales y comunidades autónomas.
Fuente: Cuadro n.° 7.

CUADRO N.° 9

ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS PUBLICAS
(En m.m.)

	1982	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
1. **Central de Balances** (1)	**4.689,3**	**5.811,2**	**5.425,7**	**5.873,0**	
a) Créditos y títulos a medio y largo plazo	2.637,7	3.305,3	3.228,2	3.579,6	
b) Créditos bancarios a corto plazo	661,7	923,6	811,7	963,8	
c) Créditos comerciales y otros acreedores	1.389,9	1.582,3	1.385,8	1.329,6	
2. **Central de Riesgos** (2)			**2.042,2**	**2.237,2**	**2.088,5**
Empresas del Patrimonio			445,8	448,5	460,2
Empresas del INI (incluido *holding*)			1.108,9	1.239,5	989,5
Empresas del INH (incluido *holding*)			228,9	209,7	134,2
Comunidades autónomas			42,7	48,6	52,5
Eléctricas			215,9	291,0	424,3
Autopistas			—	—	27,8
3. **Sistema Crediticio** (3)		**534,7**	**589,6**	**685,7**	**606,2**
Activos frente a otras unidades públicas					
4. **Control de Cambios** (4)	**1.093,7**	**1.422,0**	**1.539,4**	**1.436,1**	**1.015,3**
INI, INH y sus empresas	693,3	875,4	919,1	615,5	284,3
Renfe	229,0	309,0	339,9	348,7	363,2
Telefónica	145,5	192,5	231,4	204,9	96,4
Autopistas	—	—	—	198,1	194,6
Otros	25,8	45,1	49,0	68,8	76,7
5. **Mercado de Valores**	**483,7**	**455,6**	**516,3**	**529,1**	539,0
Saldos vivos de renta fija					
INI y empresas	198,4	173,4	201,4	209,2	167,1
INH y empresas	2,2	1,6	1,0	0,5	0,3
Telefónica	243,9	250,8	297,6	303,0	324,1
Otras	39,3	29,8	16,3	16,5	47,6

(1) Total del endeudamiento (pasivos financieros) de las empresas con mayoría de capital público que responden a los cuestionarios de la Central de Balances del Banco de España.

(2) Total de los pasivos contraídos con el sistema bancario por las grandes empresas públicas comprendidas en las agrupaciones que siguen. Como empresas del Patrimonio se incluyen Renfe, Telefónica y Tabacalera, mientras que son empresas de las comunidades autónomas la Empresas Municipal de Transportes de Madrid, la Compañía Metropolitana de Madrid y el Ferrocarril Metropolitano de Barcelona y el de la Generalidad de Cataluña.

(3) Créditos del sistema crediticio a las denominadas, en las circulares del Banco de España a las entidades del sistema bancario, «Otras unidades públicas», constituidas por los organismos autónomos comerciales e industriales y entes públicos, que, en tanto que tales, no forman parte de las administraciones públicas ni están constituidas en forma de sociedad.

(4) Endeudamiento exterior según los registros del Departamento Extranjero del Banco de España. Las cifras recogen el contravalor del endeudamiento en cada divisa al tipo de cambio vigente al final de año. Vid. también *Boletín Estadístico* del Banco de España. Capítulo XX.

DEFICIT, INFLACION Y DEUDA

Miguel SEBASTIAN, César MOLINAS
y Josep BAIGES

INTRODUCCION

LA necesidad de una fundamentación microeconómica de las teorías macroeconómicas, y la crítica de Lucas a los modelos macroeconómicos convencionales han hecho que la economía se modelice cada vez más como un juego entre agentes interdependientes. Dichos agentes siguen reglas de decisión que son complejas, porque dependen no sólo de los objetivos propios, sino de las predicciones sobre cómo van a actuar el resto de los agentes y de las expectativas de cómo va a ser el entorno futuro en el que se desarrolle el juego.

La modelización se hace incluso más compleja cuando se trata de un agente como el sector público, que reúne unas características particulares. Por un lado, sus objetivos pueden no estar claramente definidos o ser múltiples y no siempre consistentes entre sí. Por otro lado, su tamaño es especialmente grande, lo que hace que sus decisiones tengan un papel relevante sobre el resto de la economía. Además, tiene un período de vida infinito, con las consiguientes implicaciones en materia de restricción presupuestaria, de capacidad de endeudamiento y de las expectativas que sobre su comportamiento futuro se generen en la actualidad. Por añadidura, el sector público tiene los monopolios de la emisión de dinero y de la recaudación de todo tipo de impuestos. Por último, su comportamiento en un momento del tiempo puede venir condicionado por las periódicas renovaciones electorales que le desvíen de sus reglas de decisión tomadas con objetivos a medio y largo plazo, —lo que podríamos llamar «estacionalidad política». Estos y otros factores hacen especialmente compleja su modelización.

Con este esquema en mente, en este trabajo intentamos analizar pautas de comportamiento del sector público en lo que concierne a su «estado de cuentas». En la sección I tratamos de delimitar dicho sector, optando por el concepto de administraciones públicas (AA.PP.) como el más adecuado para analizar el caso español. En la sección II analizamos la restricción presupuestaria intertemporal del sector público y las diversas medidas de déficit que se derivan de ella. Se presentan unas cotas superior (variación neta de pasivos financieros [VPF]) e inferior (necesidad de financiación, [NF]) entre las cuales creemos que debe encontrarse la más correcta aproximación del déficit. Como corolario, se propone un objetivo alternativo para medir el grado de disciplina fiscal del sector público como sustitutivo del *ratio* necesidad de financiación/PIB. En la sección III introducimos la corrección del déficit público por el efecto de la inflación. En la sección IV matizamos el incentivo que puede tener el sector público para mejorar el estado de sus cuentas por la vía de la inflación, y concluimos que dicho incentivo depende a la larga de cómo reaccionan los agentes al revisar al alza los tipos de interés nominales, y en ese sentido la minimización del déficit real en un período puede no ser la mejor estrategia posible.

En la sección V analizamos el efecto de la inflación dependiendo de la composición de la deuda en diferentes plazos temporales. Se concluye que si la inflación es totalmente inesperada o perfectamente anticipada la composición es irrelevante. Sólo si es parcialmente anticipada los efectos beneficiosos para las cuentas públicas serán mayores cuanto más a largo plazo esté colocada la deuda.

En la sección VI se hacen unas consideraciones sobre la composición óptima de la deuda, en el sentido de minimizar el volumen real de ésta a un horizonte temporal dado. Se concluye que minimizar el déficit período a período puede ser inconsistente con el objetivo mencionado. También reconocemos la imposibilidad de un test que valore con exactitud si se ha seguido la composición óptima.

Finalmente, comentamos algunos aspectos sobre la composición de la deuda pública en España y cambios recientes en su estructura.

I. DEFINICION DEL SECTOR PUBLICO

Está claro que, en sentido estricto, el sector público debería abarcar todas las instituciones, administrativas y financieras del aparato productivo bajo control público. Hemos optado por un concepto que, sin ser el mas amplio, no deje al margen operaciones de gastos que generen variación de pasivos financieros. Este concepto es el de administraciones públicas (AA.PP.), que incluye los si-

guientes subsectores: Estado, organismos autónomos, seguridad social, comunidades autónomas y entes territoriales. La contabilidad nacional no incluye en el concepto AA.PP. al banco emisor, puesto que éste realiza operaciones distintas a las demás administraciones públicas. Si éste fuera el único motivo, nuestro criterio aconsejaría presentar un balance consolidado Banco de España-AA.PP. Sin embargo, en la medida en que la cuenta de resultados del Banco de España se recoge presupuestariamente en el período siguiente, lo que se pierde año a año por no consolidar se recupera al hacer una valoración intertemporal global. De forma análoga, argumentamos la exclusión del aparato productivo del sector público.

Por otro lado, no resultaría muy ilustrativo presentar las cifras del Estado *versus* las del total de administraciones públicas para conocer en qué medida contribuye cada uno a explicar el gasto o el déficit total. Si los entes autonómicos, corporaciones locales, seguridad social y organismos autónomos presentan pequeños desequilibrios, se debe al hecho de las transferencias y subvenciones, que realiza el Estado a estas administraciones. El Estado absorbe en la práctica la casi totalidad del déficit de las adminsitraciones públicas. Sin esas transferencias y subvenciones, el gasto y el déficit del Estado sería menor y mayor el de otras administraciones.

II. RESTRICCION PRESUPUESTARIA Y DIVERSAS MEDIDAS DE DEFICIT

La mayoría de los modelos macroeconómicos convencionales ignoraban que las decisiones en materia fiscal por parte del sector público (movimiento de la curva IS) están ligadas de un período a otro, y que las decisiones de política monetaria (movimientos de la curva LM) no son independientes de las de política fiscal. Actualmente se acepta de forma generalizada que el sector público se enfrenta a una restricción presupuestaria intertemporal, que en cada período suele expresarse como

$$G_t - T_t + i_t B_{t-1} = B_t - B_{t-1} + H_t - H_{t-1} \qquad t = 1,2,... \qquad [1]$$

donde G_t son gastos corrientes y de capital en el período t, exceptuando pago de intereses, $i_t B_{t-1}$ es la carga neta en t por intereses de los pasivos netos contraídos en el pasado B_{t-1}, y T_t son los ingresos públicos. $B_t - B_{t-1}$ representa el aumento de los pasivos netos, incremento de la deuda menos incremento de los activos financieros, y $H_t - H_{t-1}$ la monetización o recurso al banco emisor. El lado izquierdo de [1] recoge, por tanto, el exceso de gastos sobre ingresos de cada período, o una medida de «déficit», y el lado derecho recoge el incremento neto de pasivos financieros públicos o de recursos necesarios para financiarlo.

La restricción [1] está en términos nominales y nada varía si la deflactamos en cada período por un índice de precios adecuado que la expresara en términos reales.

Es una discusión muy debatida el rango de activos que debe incluirse en B_t. Algunos autores son partidarios de incluir todo tipo de activos, tangibles y financieros (ver Eisner y Pieper [1984] por ejemplo). Creemos aquí que los activos reales tienen una valoración muy difícil y, por otro lado, resultaría impensable que algunos pudieran liquidarse (patrimonio artístico, parques naturales, etc.). Como veremos más adelante, optamos por la inclusión sólo de los activos financieros, y de éstos solamente una parte.

De la restricción presupuestaria [1] se deducen dos conclusiones básicas:

a) En cada período del tiempo la política fiscal no es independiente de la política monetaria.

b) El sector público no tiene las manos libres para siempre. La ecuación [1] supone una restricción presupuestaria para *cada* período de tiempo. Si el sector público perdura infinitos períodos (y así lo debemos suponer para que los pasivos públicos que mantenemos hoy tengan un valor distinto de cero), hay otras tantas restricciones presupuestarias. Sin embargo, y bajo el supuesto de «responsabilidad fiscal», que puede resumirse en que la deuda no se haga explosiva y «al final» se devuelva (que su valor tienda a cero), se pueden integrar en una sola:

$$B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{1}{1+i}\right)^t G_t = \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{1}{1+i}\right)^t \left[T_t + H_t - H_{t-1}\right] \qquad [2]$$

que indica que el valor presente de todo el flujo de gastos públicos sin cargas financieras debe ser igual al valor actual de todo flujo de impuestos más el valor actual de los sucesivos aumentos de la base monetaria. «Desaparecen» así los pasivos que pagan intereses (deuda pública) porque que-

dan incluidos en los impuestos futuros. Aceptando la idea generalizada de que los aumentos de la base monetaria no son sino una forma de recaudación tan distorsionadora como otras, el llamado «impuesto inflacionario», de [2] se deduce que todo lo que gasta o gaste el sector público debe ser recaudado impositivamente de una forma u otra, más tarde o más temprano.

Pero además [2] nos indica que existe una complicación adicional: los objetivos de política monetaria *futuros* no son independientes del comportamiento fiscal del *presente*. Si los gastos totales no pueden ser financiados con recaudación impositiva ortodoxa, llegará un momento en que se necesitará monetizar para evitar que la deuda pública crezca explosivamente (recuérdese que ésta tiene un carácter «autoalimentador» que queda recogido en la carga de intereses). Llegado ese momento se pierde la autonomía en materia de política monetaria, no sólo hoy sino en el futuro (Ver Sargent y Wallace [1981] a este respecto).

Por tanto, la medida de déficit en cada período nos debe ir indicando cómo se comporta la restricción presupuestaria integrada [2]. Está claro que de [1] se pueden deducir diversas medidas de déficit. Podemos pasar miembros de izquierda a derecha y hablar, por ejemplo, de «déficit sin carga de intereses». Si incluimos los gastos e ingresos presupuestados, hablaríamos de déficit inicial. Si consideramos los ingresos y pagos líquidos, nos referimos al déficit de caja. Si utilizamos el criterio de ejecución, es decir, comparar obligaciones contraídas y derechos reconocidos desde el momento en que éstos inciden en la actividad económica, generen o no flujos de caja, nos referimos al concepto «necesidad de financiación», que es un concepto de contabilidad nacional. Si excluimos la variación de activos financieros, optamos por el concepto variación de pasivos financieros o necesidad de endeudamiento total de las AA.PP. ¿Qué medida debemos utilizar?

Necesidad de financiación y variación de pasivos financieros

En España, uno de los conceptos más utilizados de déficit público es el de necesidad de financiación. Esta definición recoge el efecto de las operaciones no financieras, es decir, la diferencia entre los ingresos y los pagos líquidos del gobierno por operaciones corrientes y de capital de un ejercicio dado. El objetivo que se marca el gobierno en materia de disciplina fiscal viene medido por el *ratio* NF/PIB.

Sin embargo, para conocer la posición financiera global, ya sea del Estado o de las administraciones públicas, es necesario añadir al concepto de necesidad de financiación la variación registrada en los activos del gobierno, así como otras operaciones financieras, para obtener de esta manera el saldo global a financiar o emplear. El concepto de necesidad de financiación no refleja la variación del endeudamiento total de las administraciones públicas cuando las contrapartidas de dicho endeudamiento figuran entre los activos del sector. R. Alvarez (1985) presenta dos claros ejemplos en el caso español: la financiación del crédito oficial mediante fondos obtenidos por la emisión de una deuda no negociable (las cédulas para inversiones) o la emisión por el Estado de 440.000 millones de deuda para el saneamiento de Rumasa en 1984, cuya contrapartida es un activo de la misma cuantía sobre el *holding*. En ambos casos, el déficit no se vio afectado, y sin embargo la situación financiera de las AA.PP. experimentó un cambio, lo que hizo que se viesen afectados los déficit subsiguientes.

Cabe, pues, proponer una definición del déficit más amplia, igual a la variación neta de pasivos financieros, VPF.

Así, si T y G^* son los ingresos y pagos no financieros y VAF y VPF la variación de activos y pasivos financieros, se tiene que:

$$VPF = G^* - T + VAF \qquad [3]$$

Esta definición de déficit es muy parecida a la propuesta por el Fondo Monetario Internacional. El concepto necesidad de financiación sólo incluiría $G^* - T$, y es, por tanto, igual a VPF — VAF.

De esta forma, el concepto necesidad de financiación sería la cota inferior del concepto de déficit, pues es aquél que considera que todos los activos de VAF tienen auténtico carácter acreedor. Por el contrario, el concepto de variación de pasivos financieros representaría la cota superior, por entender que todos los activos incluidos en VAF no son sino aumento de la posición deudora del sector público.

¿Cuál ha sido el perfil numérico de estas partidas en España? Hasta 1974 se puede hablar de presupuesto equilibrado. Centramos, pues, nuestro análisis en el período 1974-86.

En el cuadro n.° 1 presentamos el desglose de pagos totales $G^*_t = G_t + i_t B_{t-1}$, e ingresos totales

CUADRO N.° 1

INGRESOS Y GASTOS DE LAS AA.PP.: EL CONCEPTO NECESIDAD DE FINANCIACION
(Miles de millones de pesetas)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979
I. Ingresos corrientes	1.187,1	1.490,9	1.856,4	2.462,0	3.087,5	3.720,2
II. Gastos corrientes	1.010,7	1.277,8	1.651,0	2.177,0	2.935,6	3.602,4
III. Intereses efectivos	25,4	28,5	32,4	47,1	62,3	81,6
IV. Ahorro bruto (I-II)	176,4	213,1	205,4	285,0	151,9	117,8
V. Ingresos de capital	12,2	14,8	15,4	18,8	21,5	23,9
VI. Gastos de capital	179,3	225,3	242,9	360,3	370,0	401,8
VII. Capacidad o necesidad de financiación (IV+V—VI)	9,3	2,6	—22,1	—56,5	—196,6	—260,1
VIII. Gastos totales (II+VI)/PIB	23,3	24,9	26,1	27,6	29,4	30,4
IX. Ingresos totales (I+V)/PIB	23,5	25,0	25,8	27,0	27,6	28,5

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
I. Ingresos corrientes	4.557,5	5.292,9	6.137,2	7.439,8	8.350,6	9.697,0	11.494,5
II. Gastos corrientes	4.464,3	5.284,6	6.239,3	7.429,5	8.582,0	10.005,0	11.621,2
III. Intereses efectivos	108,7	135,5	197,7	316,1	534,0	990,8	1.318,6
IV. Ahorro bruto (I-II)	93,2	8,3	—102,1	10,3	—231,4	—308,0	—126,7
V. Ingresos de capital	32,5	39,8	37,1	45,3	63,2	75,1	147,7
VI. Gastos de capital	529,0	714,9	1.035,1	1.123,5	1.159,5	1.641,0	1.851,1
VII. Capacidad o necesidad de financiación (IV+V—VI)	—403,3	—666,8	—1.100,1	—1.067,9	—1.327,7	—1.873,9	—1.830,1
VIII. Gastos totales (II+VI)/PIB	32,8	35,3	37,2	38,5	38,8	41,8	42,0
IX. Ingresos totales (I+V)/PIB	30,2	31,4	31,6	33,7	33,5	35,1	36,3

Fuente: Contabilidad Nacional, I.G.A.E.

T_t de las AA.PP., tanto corrientes como de capital, y derivamos el concepto necesidad de financiación. Además de los niveles, incluimos lo que representan los gastos e ingresos totales en términos de PIB. El crecimiento de las tres partidas, gastos, ingresos y desfase entre ambos o necesidad de financiación, es continuo. Sólo en 1986 parece haberse producido una reducción en el déficit, aunque se ha debido, fundamentalmente, al importante incremento de los ingresos públicos.

En el cuadro n.° 2 presentamos el concepto variación de pasivos financieros, así como las principales operaciones financieras que recoge dicho concepto. El recurso, la financiación en moneda extranjera y los títulos de renta fija no negociable (cédulas para inversión) eran las formas de financiación del déficit hasta los años 80, en que cobran relevancia los títulos del mercado monetario (pagarés del Tesoro principalmente) y en 1986 los títulos de renta fija negociable (deuda a medio y largo plazo). A partir de 1987 aparece un nuevo instrumento: las letras del Tesoro, de nuevo a corto plazo.

El cuadro n.° 3 presenta el *stock* de activos y pasivos financieros de las AA.PP. y el cambio de composición en los pasivos del sector público: del medio y largo plazo, deuda no negociable y crédito oficial (años 74-77) a fuerte incremento del recurso a la financiación en moneda extranjera (años 77-82) hasta la aparición de los pagarés del Tesoro, con fuerte sustitución del recurso a partir de 1983, y desde 1985, un cambio hacia la deuda a medio y largo plazo.

Como hemos dicho antes, la restricción presupuestaria, una por cada período, es única. Nada cambia si la expresamos en términos reales. Sin embargo, creemos que la forma más correcta es expresar el flujo de gastos e ingresos centrados en términos reales, es decir, prescindiendo de la «ilusión monetaria». ¿Qué medida de déficit viene asociada con la restricción presupuestaria en términos reales? A continuación razonamos la con-

veniencia de corregir el déficit por la tasa de inflación.

III. AJUSTE DEL DEFICIT POR INFLACION

Es bien conocido que la inflación afecta al valor de los activos y pasivos financieros de los agentes económicos. En un período inflacionario disminuye el valor real de dichos activos y pasivos. Aquellos agentes que se encuentran en una posición deudora se ven beneficiados por la inflación, mientras que los acreedores se ven perjudicados.

El déficit nominal es el cambio en la posición deudora nominal del gobierno. El déficit real será, por tanto, el cambio en su posición deudora real. Si el nivel de precios cambia, dicha posición deudora cambiará, y el valor del déficit se verá modificado por el cambio (apreciación o depreciación) en el valor de los pasivos netos del gobierno. El valor real de la deuda total se verá modificado por la inflación, ya que, como hemos señalado, dicho valor no es más que el resultado de la adición de los sucesivos déficit (o superávit). Esta disminución del valor real del *stock* de deuda debe contarse como un ingreso más (pago menor) a la hora de computar el déficit real. Uno de los primeros trabajos empíricos que ilustran este fenómeno es el realizado por J. Siegel (1979) para los EE.UU.

Este hecho no debe interpretarse como la sugerencia de políticas inflacionistas para la reducción del déficit y de la deuda pública. La corrección del déficit no se hace como medio de evaluar una política, sino como ajuste a un fenómeno pasado. Es evidente que con una inflación suficiente podríamos reducir el déficit, pero ello traería otros, quizás más importantes, problemas.

El método más frecuente de calcular el «valor real» de ese déficit consiste en dividir ambos lados

CUADRO N.° 2

OPERACIONES FINANCIERAS DE LAS AA.PP.: EL CONCEPTO VARIACION DE PASIVOS FINANCIEROS

	1974	*1975*	*1976*	*1977*	*1978*	*1979*	*1980*
Necesidad de financiación	9,3	2,4	—22,1	—56,5	—196,6	—217,7	—398,7
Variación activos financieros	91,8	119,9	176,2	201,2	153,3	181,9	212,2
Variación pasivos financieros	82,5	117,5	184,2	325,6	291,1	558,5	631,0
Efectivo	1,4	1,7	0,4	3,6	5,7	8,1	6,5
Títulos mercado monetario	—	—	—	—	—	—	—
Títulos renta fija negociable	—7,0	—4,8	—1,1	17,7	35,8	97,6	82,4
Títulos renta fija no negociable	25,9	51,8	117,0	96,3	125,1	152,0	132,3
Recurso	54,3	57,4	—51,7	68,3	143,5	168,5	358,6
Crédito oficial	13,1	17,5	29,3	49,8	40,6	71,7	42,5
Financiación en moneda extranjera	5,6	1,8	33,6	87,1	—37,8	5,1	—7,4
Otros	—10,8	—7,9	56,7	2,8	—21,8	55,5	16,1

	1981	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
Necesidad de financiación	—664,6	—1.099,9	—1.067,1	—1.378,1	—1.873,8	—1.830,0
Variación activos financieros	322,3	585,9	993,8	1.037,0	658,4	406,3
Variación pasivos financieros	1.071,4	1.550,9	2.133,4	2.632,7	2.697,7	2.290,4
Efectivo	8,9	15,8	30,9	17,8	14,8	9,8
Títulos mercado monetario	30,0	85,0	1.195,0	2.365,4	1.424,9	862,5
Títulos renta fija	132,5	282,1	119,3	128,9	343,6	1.967,6
Títulos renta fija no negociable	122,2	128,2	131,3	611,3	92,2	—22,0
Recurso	548,2	802,9	139,7	—655,8	515,1	—597,5
Crédito oficial	36,9	10,8	12,4	4,4	69,1	57,4
Financiación en moneda extranjera	61,9	109,7	159,6	117,7	11,7	—186,1
Otros	130,8	116,4	345,2	43,0	226,3	198,7

Fuente: Banco de España.

CUADRO N.º 3

AA.PP.: *STOCK* DE ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS

	1974	*1975*	*1976*	*1977*	*1978*	*1979*
Activos financieros	579,2	740,2	886,0	1..089,7	1.244,6	1.426,8
Pasivos financieros	646,6	780,3	992,0	1.351,5	1.629,9	2.178,2
Efectivo	17,1	18,8	19,2	22,8	28,4	36,6
Títulos marcados monetarios	0,0	—	—	—	—	—
Títulos renta fija negociable	177,1	136,8	135,6	153,3	189,1	286,9
Títulos renta fija no negociable	260,4	347,8	464,7	561,0	686,1	838,1
Crédito oficial	78,4	96,0	125,3	175,1	215,6	287,4
Recurso	77,4	138,2	86,5	154,7	298,2	466,7
Financiación en moneda extranjera	29,1	33,4	70,4	191,5	141,2	135,7
Otros	7,1	9,3	90,3	93,1	71,3	126,8
Efectivo/pasivos	2,6	2,4	1,9	1,7	1,7	1,7
Títulos mercados monetarios/pasivos	—	—	—	—	—	—
Títulos renta fija negociable/pasivos	27,4	17,5	13,7	11,3	11,6	13,2
Títulos renta fija no negociable/pasivos.	40,3	44,6	46,8	41,5	42,1	38,5
Crédito oficial/pasivos	12,1	12,3	12,6	13,0	13,2	13,2
Recurso/pasivos	12,0	17,7	8,7	11,4	18,3	21,4
Financiación en moneda extranjera/pasivos	4,5	4,3	7,1	14,2	8,7	6,2
Otros/pasivos	1,1	1,2	9,1	6,9	4,4	5,8

	1980	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
Activos financieros	1.640,8	1.958,0	2.756,3	3.759,4	4.8062	5.468,3	5.870.4
Pasivos financieros	2.821,0	3.917,4	5.541,9	7.786,1	10.478,5	13.110,8	15.333.0
Efectivo	43,1	52,0	67,8	98,7	116,4	131,2	141,0
Títulos mercados monetarios	—	30,0	115,0	1.310,0	3.675,4	5.100,3	5.962,8
Títulos renta fija negociable	369,2	501,7	783,8	903,2	1.032,3	1.375,8	3.343,2
Títulos renta fija no negociable	970,4	1.092,6	1.220,7	1.352,0	1.963,3	2.055,4	2.033,4
Crédito oficial	330,0	366,9	377,7	390,2	394,6	463,7	521,1
Recurso	825,3	1.373,4	2.176,4	2.361,1	1.660,3	2.175,4	1.577,9
Financiación en moneda extranjera	140,1	227,1	410,1	680,3	857,9	803,6	546,7
Otros	142,9	273,7	390,4	735,6	778,3	1.005,4	1.206,9
Efectivo/pasivos	1,5	1,3	1,2	1,3	1,1	1,0	0,9
Títulos mercados monetarios/pasivos	—	0,8	2,1	16,8	35,1	38,9	38,9
Títulos renta fija negociable/pasivos	13,1	12,8	14,1	11,6	9,9	10,5	21,8
Títulos renta fija no negociable/pasivos.	34,4	27,9	22,0	17,4	18,7	15,7	13,3
Crédito oficial/pasivos	11,7	9,4	6,8	5,0	3,8	3,5	3,4
Recurso/pasivos	29,3	35,1	39,3	29,7	15,8	16,6	10,3
Financiación en moneda extranjera/pasivos	5,0	5,8	7,4	8,7	8,2	6,1	3.6
Otros/pasivos	5,1	7,0	7,0	9,4	7,4	7,7	7,9

Fuente: Contabilidad Nacional, I.G.A.E.

de la expresión [1] por el nivel de precios del período t, P_t o el PIB. Así, el lado derecho de [1] dividido por P_t incluiría los conceptos NF/PIB y VPF/PIB (de aquí en adelante supondremos, para simplificar, que el PIB real se mantiene constante). Sin embargo, esta definición *standard* no tiene en cuenta el verdadero papel de la inflación. El déficit real del gobierno debería definirse como el cambio en el valor real de sus obligaciones en la forma de bonos o dinero. En este sentido, la definición natural del déficit real es:

$$\frac{(B_t + H_t)}{P_t} - \frac{(B_{t-1} + H_{t-1})}{P_{t-1}} \qquad [4]$$

es decir, el déficit real es la diferencia entre la posición deudora real del gobierno en un período y su posición deudora real en el período anterior. Para calcular correctamente el déficit real hay que

evaluar la diferencia entre los pasivos (bonos y dinero) de un período a los precios de dicho período y los pasivos del período anterior a los precios del período anterior. Ello implica, como veremos, tener en cuenta el efecto de la inflación sobre los pagos de intereses. Por una parte, la inflación disminuye los intereses reales que se pagan sobre los bonos. Por otra, la inflación representa un impuesto más sobre los saldos monetarios.

Si se divide la restricción presupuestaria del gobierno por el nivel de precios P_t, y usamos la expresión $P_t / P_{t-1} = 1 + \pi_t$, donde π_t es la tasa de inflación en t, se obtiene el déficit real como:

$$\frac{(B_t+H_t)}{P_t} - \frac{(B_{t-1}+H_{t-1})}{P_{t-1}} = \frac{G_t-T_t}{P_t} + (i_t-\pi_t)\frac{B_{t-1}}{P_t} - \pi_t \frac{H_{t-1}}{P_t} \quad [5]$$

Multiplicando el segundo término de esta expresión por el nivel de precios P_t obtenemos una versión más adecuada del déficit nominal corregido por la inflación:

$$\text{Déficit nominal ajustado} = G_t - T_t + (i_t - \pi_t) B_{t-1} - \pi_t H_{t-1} \quad [6]$$

Comparemos las dos versiones [6] y [1]. En ambos casos la diferencia entre gastos e impuestos se define igual; sin embargo, surgen diferencias al medir los pagos de intereses. En la primera versión utilizábamos los tipos de interés nominales: i_t para los bonos y 0 para el dinero. La definición [6] utiliza tipos de interés reales, que son $i_t - \pi_t$ para los bonos y $-\pi_t$ para el dinero.

La expresión del déficit real puede, pues, expresarse, en forma compacta, como:

$$\frac{B_t + H_t}{P_t} - \frac{B_{t-1} + H_{t-1}}{P_{t-1}} = \frac{G_t - T_t + i_t B_{t-1}}{P_t} - \pi_t \frac{(B_{t-1} + H_{t-1})}{P_t} \quad [7]$$

El último término de [7] refleja el «ajuste por inflación», es decir, la depreciación de los pasivos financieros vivos (mejora de la posición deudora del sector público) por el efecto de la inflación.

Para el concepto necesidad de financiación, B_t incluye pasivos netos (pasivos-activos) y, por tanto, el ajuste por inflación es menor al sufrir también erosión unos activos que son posición acreedora del sector público (1).

Dos preguntas surgen de forma natural: a) ¿supone siempre una mejora para las cuentas del sector público este «ajuste por inflación»?, y b) ¿tiene alguna relevancia, en términos de la restricción presupuestaria integrada [2], el que optemos o no por el «ajuste por inflación»?

La respuesta a la primera pregunta es obvia: será afirmativa excepto si el sector público es acreedor neto, o si se vive en un período deflacionario, en cuyo caso el ajuste empeora las cuentas públicas.

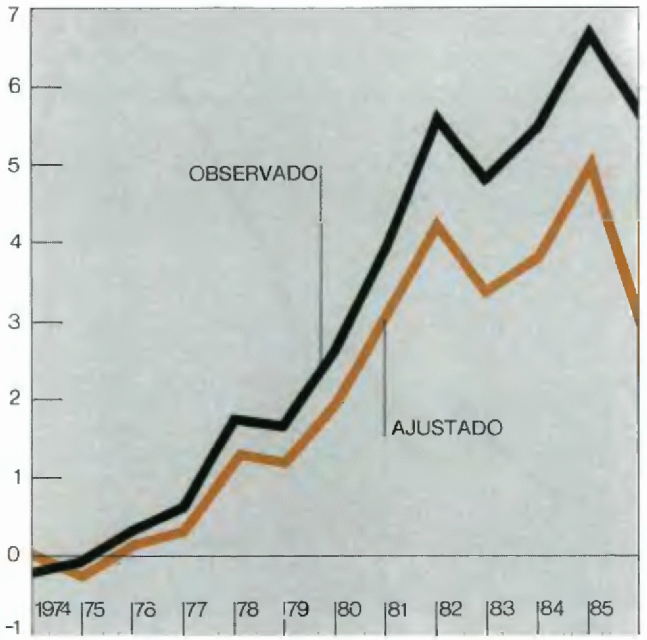
En cuanto a la segunda pregunta, ilustramos con un ejemplo sencillo un caso en el que el déficit sin corregir no da la verdadera medida de la evolución de la restricción presupuestaria intertemporal. Dicho ejemplo aparece en el cuadro n.° 4. El gobierno tiene un exceso de gastos sobre ingresos por valor de 100 unidades monetarias en el primer período y presupuesto corriente equilibrado en adelante. No hay monetización, siendo el déficit del primer período financiado con emisión de deuda, B_t. Las tasas de inflación y las tasas de interés nominal son las que aparecen en el cuadro, y ambas son decrecientes en el tiempo. El déficit en cada período, excepto el primero, será el pago de intereses por la deuda contraída. Al déficit nominal se le resta la inflación por el *stock* de pasivos para obtener el déficit ajustado. El déficit real es el ajustado dividido por el índice de precios consistente con la tasa de inflación π. Los pasivos ajustados proceden de deflactar los nominales. En este caso, el déficit real coincide con el incremento de los pasivos ajustados (porque la VPF coincide con $B_t - B_{t-1}$).

En este ejemplo, el déficit nominal cae mientras que el déficit ajustado por la inflación (y el déficit real) crece.

CUADRO N.° 4

	t	*t + 1*	*t + 2*	*t + 3*
(G — T)	100	0	0	0
i	—	.10	.08	.07
π	—	.08	.06	.05
B	100	110	118.8	127.1
Déficit nominal	100	10	8.8	8.3
Indice precios	1	1.08	1.145	1.202
Déficit ajustado	100	2	2.2	2.36
Déficit real	100	1.85	1.92	1.96
Pasivos ajustados	100	101.85	103.77	105.73

GRAFICO 1
NECESIDAD DE FINANCIACION/PIB
(En porcentaje)



Supongamos que del período t + 3 en adelante se van reduciendo paulatinamente i_t y π_t, pero se mantiene $i - \pi$. Está claro que el déficit nominal caería siempre, mientras que el real aumentaría siempre. Por tanto, en este caso, no se cumple la restricción presupuestaria integrada [2], y la deuda en términos reales se hace explosiva aunque el déficit nominal se reduzca sistemáticamente. Esto ocurre simultáneamente a lo que planteabamos en la primera pregunta: hay inflación y el sector público es deudor neto, por tanto el déficit ajustado es siempre menor que el nominal, sin embargo uno es creciente y el otro decreciente.

Déficit ajustado por inflación: el caso español

¿Qué ocurriría si aplicásemos este ajuste por inflación a nuestras cotas inferior y superior de déficit, necesidad de financiación y variación de pasivos financieros?

En el cuadro n.° 5 y en los gráficos 1 y 2 presentamos los resultados del ajuste por inflación de ambos conceptos de déficit de las admininistraciones públicas, así como su porcentaje sobre el PIB.

Para obtener la necesidad de financiación ajustada (fila 8) se le resta a la fila 1 la tasa de inflación por el volumen de deuda neta (pasivos menos activos) del período anterior. Para obtener la variación de pasivos financieros ajustada (fila 9) se le resta a la fila 2 la tasa de inflación por el volumen de pasivos del período anterior.

Además, incluimos un tercer concepto de déficit ajustado que es similar a VPF, y de hecho sería idéntico si los pasivos de año en año aumentaran en importe igual a la VPF. Se trata de expresar los pasivos en pesetas constantes (fila 10) y hallar su incremento período a período, que se expresa en términos nominales de cada período (fila 11). El *ratio* sobre PIB (fila 14) será una medida alternativa de déficit público.

Los datos de inflación que se han utilizado son los del deflactor del PIB. Como hemos indicado en la discusión anterior, el ajuste de la necesidad de financiación tiene en cuenta el efecto de la inflación sobre activos y pasivos financieros públicos, mientras que en el caso de la variación de pasivos financieros deducimos sólo el producto de la inflación por el *stock* de pasivos financieros del período anterior.

Tanto la necesidad de financiación como la variación de pasivos financieros sin corregir crecen a partir del año 76 hasta el 83, se estabilizan relativamente en el 84, y en el año 1985 se dispara la necesidad de financiación, aunque la variación de pasivos financieros desciende por debajo del porcentaje de 1982. La razón de esta discrepancia es que en 1983, o especialmente 1984, el concepto necesidad de financiación ocultaba el cambio de la posición deudora del sector público (Rumasa, etcétera) que queda recogido en el concepto variación neta de pasivos financieros, mientras que en 1985 ambos conceptos se aproximan bastante. En 1986 decrecen fuertemente todas las cifras de déficit.

Al corregir por inflación los datos de las administraciones públicas aparecen como resultados más destacables los siguientes:

1. Para el período 1975-80, según el concepto NF, no habría déficit en el año 75 sino superávit, y

los déficit fueron muy pequeños hasta 1977. En 1979 cae con respecto al año anterior. Según el concepto VPF, los déficit eran relativamente pequeños hasta 1977, aumentando mucho en 1979 y manteniéndose en 1980.

2. En el período 1981-82 se produce el salto sustancial en las cifras de endeudamiento ajustado por la inflación, que en parte queda oculto en las cifras sin ajustar. Como porcentaje del PIB sobre el año anterior la NF ajustada crece un 60 por 100 en 1981 (un 49 por 100 sin ajustar) y la VPF ajustada crece un 100 por 100 (un 52 por 100 sin ajustar).

3. Ambos conceptos de déficit discrepan al analizar el período 1983-85. La NF ajustada se reduce en 1983, se estabiliza en 1984 y «rebota» en 1985, mientras que la VPF crece hasta sobrepasar el 7 por 100 del PIB en 1984 y decrece en 1985.

4. Para el año 1986 ambos conceptos de déficit señalan una sustancial mejora en las cifras de desfase ingresos-gastos por el mayor crecimiento de los primeros. La VPF ajustada en términos de PIB vuelve a los niveles de 1980. La NF ajustada, a los de 1981.

Este ajuste por inflación puede compararse con el realizado por Muller-Price (1984) para el mismo concepto de necesidad de financiación de las administraciones públicas. Nuestro ajuste es ligeramente menor, pero manteniendo la misma tendencia (2).

Un objetivo alternativo para calibrar el grado de disciplina fiscal

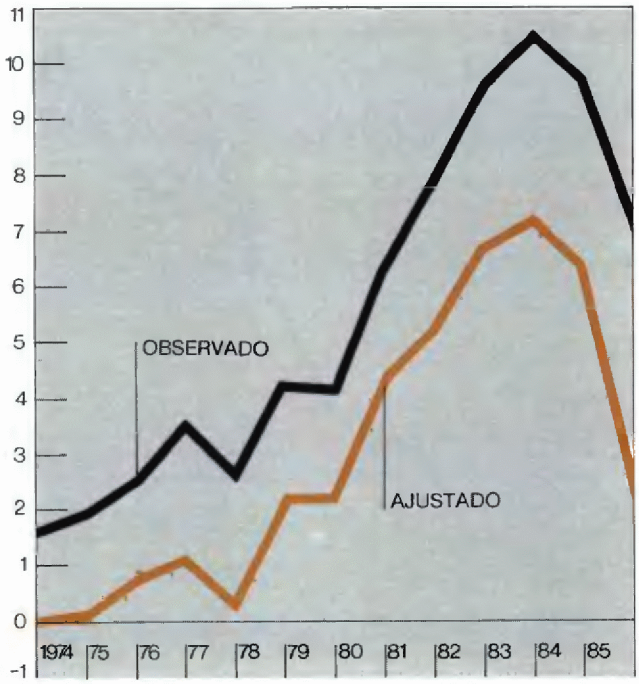
De lo anteriormente expuesto se deduce que el *ratio* NF/PIB del Estado no parece el criterio más apropiado para medir los esfuerzos de disciplina fiscal por los siguientes motivos:

a) Por ser el Estado sólo un subsector del conjunto sector público.

b) Por no tener en cuenta el concepto «necesidad de financiación» que una serie de activos tienen dudoso carácter acreedor.

c) Porque tanto la NF como la VPF no se corresponden al incremento de pasivos entre períodos.

GRAFICO 2
VARIACION PASIVOS FINANCIEROS/PIB
(En porcentaje)



d) Porque, al prescindir del ajuste por inflación, no se da la medida del auténtico estado de la restricción presupuestaria en términos reales.

Un criterio alternativo que estuviera exento de los problemas a) — d) sería el *ratio* pasivos (o pasivos netos, diferencia entre pasivos y activos) sobre PIB. Se podría apuntar que la única diferencia entre ambos criterios es puramente aritmética, y que uno es directamente deducible del otro. Sin embargo, si el problema de raíz es que la deuda se haga explosiva (es decir, se viole la restricción integrada [2]), entonces el mejor criterio para medir la disciplina fiscal es el propio *ratio* objeto de control. El problema, pueden plantearse algunos, es cómo se fija un nivel (o una asíntota) sobre el que debe definirse el techo para el *ratio* pasivos/PIB. La decisión adoptada, en cualquier caso, sería tan arbitraria como la de fijar un número para el *ratio* déficit/PIB período a período.

Nótese que fijar un *ratio* constante pasivos/PIB no implica un presupuesto equilibrado, sino que la tasa de crecimiento de los pasivos iguale la tasa

CUADRO N.° 5

AA.PP.: MEDIDAS DE DEFICIT
(Miles de millones de pesetas)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979
1. Capacidad (+) o necesidad (—) de financiación	9,3	2,4	—22,1	—56,5	—196,6	—217,7
2. Variación de pasivos financieros	82,5	117,5	184,2	325,6	291,1	558,5
3. Activos financieros	579,2	740,2	886	1.089,7	1.244,6	1.426,8
4. Pasivos financieros	646,6	780,3	992	1.351,5	1.629,9	2.178,2
5. Necesidad de financiación/PIB (%)	0,18	0,04	—0,31	—0,61	—1,75	—1,66
6. Variación pasivos financieros/PIB (%)	1,61	1,95	2,54	3,54	2,59	4,25
7. Pasivos financieros/PIB (%)	12,65	12,95	13,69	14,70	14,49	16,56
AA.PP.: MEDIDAS DE DEFICIT AJUSTADO POR INFLACION						
8. Capacidad (+) o necesidad (—) de financiación ajustada		13,66	—15,40	—32,33	—143,72	—153,35
9. Variación pasivos financieros ajustados		9,52	53,89	99,42	18,10	286,31
10. Pasivos financieros (pesetas corrientes).	555,50	574,43	625,77	694,26	696,57	797,68
11. Incremento pasivos ajustados		25,72	81,39	133,32	5,40	276,11
12. Necesidad de financiación ajustada /PIB (%)		0,23	—0,21	—0,35	—1,28	—1,17
13. Variación pasivos financieros ajustada/PIB (%)		0,16	0,74	1,08	0,16	2,18
14. Incremento pasivos ajustados/PIB (%)		0,43	1,12	1,45	0,05	2,10

de crecimiento del PIB nominal, y esto conlleva un incremento de pasivos y un *ratio* déficit nominal/PIB positivo y constante.

IV. ¿INCENTIVOS PARA INFLAR? INFLACION ESPERADA E INESPERADA, DEFICIT Y DEUDA

De lo expuesto anteriormente se deduce que, en general, un incremento de la inflación haría mejorar las cuentas del agente sector público. En esta sección presentamos primero cuáles son sus incentivos dependiendo del carácter anticipado o inesperado de la inflación; posteriormente defenderemos que, incluso prescindiendo de los efectos nocivos que sobre el resto de la economía pudiera tener tal política, desde un punto de vista puramente contable, tales incentivos pudieran dejar de existir a la larga.

La inflación es un impuesto sobre tenedores de dinero y bonos, máxime si los tipos nominales de éstos no se ajustan ante incrementos de inflación. Definiendo una tasa de inflación *inesperada* como aquella que no altera los tipos de interés nominal ni proviene de una mayor monetización del déficit, tendríamos que de [5] ó [7] el efecto de un incremento de la inflación sobre el déficit real vendrá dado por (3):

$$\frac{\delta D_t}{\delta \pi_t} = \frac{B_{t-1} + H_{t-1}}{P_t} + S_t \qquad [8]$$

donde S_t es un término que recoge la caída del déficit corriente por el incremento del deflactor.

Si la inflación es *anticipada,* de forma que el tipo de interés nominal se ajusta instantáneamente, $\Delta i_t = \Delta \pi_t$, se obtiene de [5]:

$$\frac{\delta D_t}{\delta \pi_t} = \frac{H_{t-1}}{P_t} + S_t \qquad [9]$$

En este segundo caso, los ahorradores se librarán de la erosión de sus activos por la inflación y, por ende, el sector público no gozará de dicha reducción en su posición deudora. En cualquier caso, mantienen una ventaja en la medida en que los saldos líquidos, que no pagan interés nominal,

CUADRO N.º 5 (continuación)

AA.PP.: MEDIDAS DE DEFICIT
(Miles de millones de pesetas)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979
1. Capacidad (+) o necesidad (—) de financiación	—398,7	—664,6	—1.099,9	—1.067,1	—1.378,1	—1.873,8	—1.830
2. Variación de pasivos financieros	631	1.071,4	1.550,9	2.133,4	2.632,7	2.697,7	2.290,4
3. Activos financieros	1.640,8	1.958	2.756,3	3.759,4	4.806,2	5.468,3	5.870,4
4. Pasivos financieros	2.821	3.917,4	5.541,9	7.786,1	10.478,5	13.110,8	15.333
5. Necesidad de financiación/PIB (%)	—2,62	—3,91	—5,62	—4,80	—5,49	—6,73	—5,70
6. Variación pasivos financieros/PIB (%)	4,15	6,31	7,93	9,59	10,48	9,69	7,14
7. Pasivos financieros/PIB (%)	18,55	23,06	28,32	35,02	41,71	47,07	47,79
AA.PP.: MEDIDAS DE DEFICIT AJUSTADO POR INFLACION							
8. Capacidad (+) o necesidad (—) de financiación ajustada	—294,26	—522,98	—827,54	—746,76	—951,27	—1.374,64	—951,11
9. Variación pasivos financieros ajustados	328,23	732,88	1.006,38	1.496,08	1.807,37	1.775,59	782,66
10. Pasivos financieros (pesetas corrientes).	907,01	1.124,57	1.396,77	1.759,99	2.141,58	2.462,84	2.583,21
11. Incremento pasivos ajustados	340,03	757,88	1.079,98	1.606,88	1.867,07	1.710,19	714,46
12. Necesidad de financiación ajustada /PIB (%)	—1,93	—3,08	—4,23	—3,36	—3,79	—4,94	—2,96
13. Variación pasivos financieros ajustada/PIB (%)	2,16	4,31	5,14	6,73	7,19	6,37	2,44
14. Incremento pasivos ajustados/PIB (%)	2,24	4,46	5,52	7,23	7,43	6,14	2,23

tienen una tasa de depreciación real mayor, aun cuando la inflación sea perfectamente anticipada.

Sin embargo, si una tasa de inflación inesperada hace revisar los tipos de interés nominales en el futuro, las ventajas sobre las cuentas del sector público de la política inflacionista pueden esfumarse e incluso volverse en contra. Supongamos que una situación como la del cuadro n.° 4 se mantiene con unas expectativas de inflación y tipos de interés como las descritas allí. Si la inflación fuera del 7 por 100, en vez del 6 por 100, en t + 2, y esto hace revisar los tipos del 7 al 9 por 100 en t + 3, tendríamos la situación reflejada en el cuadro n.° 6:

Comparando la situación descrita en el cuadro número 6 con la que reflejaba el cuadro n.° 4, observamos que la inflación inesperada en t + 2 ha mejorado las cuentas públicas en ese período (menor déficit real y menor *ratio* pasivos/PIB), pero, sin embargo, la reacción de los agentes, reflejada en una subida de los tipos del 7 al 9 por 100 en t + 3, hace empeorar tanto el déficit real como el objetivo último: el porcentaje de pasivos públicos sobre PIB. En este sentido, minimizar el déficit período a período puede no ser la estrategia óptima si el objetivo es mantener un cierto *ratio* pasivos/PIB y los agentes reaccionan en el futuro de forma brusca a sorpresas inflacionistas en el presente.

CUADRO N.° 6

	t	t + 1	t + 2	t + 3
(G — T)	100	0	0	0
i	—	.10	.08	.09
π	—	.08	.07	.05
B	100	110	118.8	129.49
Déficit nominal	100	10	8.8	10.69
Indice precios	1	1.08	1.156	1.213
Déficit ajustado	100	2	1.1	4.75
Déficit real	100	1.85	0.95	3.92
Pasivos ajustados	100	101.85	102.8	106.72

V. DEFICIT, INFLACION Y COMPOSICION DE LA DEUDA

La mayoría de los trabajos que utilizan la restricción presupuestaria intertemporal del gobierno

parten del supuesto simplificador de que la deuda se amortiza en cada período. Sin embargo, existe una intuición generalizada de que la composición de la deuda puede tener importancia por varios motivos: por una parte, porque se puede aprovechar la estructura de los tipos de interés nominales de forma que se acumule menos deuda por pagos de intereses. Por otra parte, porque la inflación puede tener efectos en la posición deudora real del gobierno dependiendo de la composición. En períodos inflacionarios se intuye que conviene que la deuda esté más a largo plazo, y viceversa. En esta sección se precisa dicha intuición, estudiando las implicaciones de tipo cuantitativo de diferentes esquemas de composición de la deuda.

Supongamos que no toda la deuda se amortiza en un período, como hacíamos anteriormente. Tanto la restricción presupuestaria como la expresión para el déficit real mantienen su vigor, siempre que se interpreten de forma correcta los términos B_t, i_t. Ahora, para cada período, se trata de vectores que representan la composición de la deuda y los tipos de interés correspondientes.

Se trata de responder a las preguntas siguientes:

a) Dada una tasa de inflación y un volumen de deuda viva, ¿influye la *composición* de la deuda en la medición del déficit real correspondiente?

b) Dado el volumen de deuda, ¿cómo afecta un incremento de la inflación (inesperado y anticipado) al déficit real dependiendo de la composición de la deuda?

En esta sección analizamos estas cuestiones cuando la deuda se amortiza a uno o a dos períodos. En Baiges, Molinas y Sebastián (1986) se generaliza a S períodos.

Supongamos que de la deuda emitida en t, B_t, una parte se amortiza en un período $\alpha^1_t B_t$ y el resto, $\alpha^2_t B_t$, en dos períodos. Claramente $0 \leqq \alpha^i_t \leqq 1$ y $\alpha^1_t + \alpha^2_t = 1$.

En cada período se pagan los intereses de la deuda viva del período anterior a unos tipos de interés anuales que dependen del plazo de maduración y del período en que se analizan los pagos.

Llamaremos $i^j_t\ (t-1)$ al tipo de interés a pagar en t de la parte de la deuda emitida en $t-1$ que vence en j períodos.

Así $i^j_t\ (t-1)\ \alpha^j_{t-1} B_{t-1}$ son los intereses de la parte de la deuda $t-1$ que vence en j períodos $\alpha^j_{t-1} B_{t-1}$.

La restricción presupuestaria del gobierno es, en términos nominales:

$$G_t - T_t + \alpha^1_{t-1} B_{t-1} + \alpha^2_{t-2} B_{t-2} + i^1_t \alpha^1_{t-1} B_{t-1} +$$

$$+ i^2_t\ (t-1)\ \alpha^2_{t-1} + i^2_t\ (t-2)\alpha^2_{t-2} B_{t-2} = B_t + H_t - H_{t-1} \qquad [10]$$

En palabras, para cada período, la suma de los déficit corrientes no financieros $G_t - T_t$, más las amortizaciones más los pagos de intereses han de ser cubiertos con emisiones nuevas o recurso al banco emisor. Nótese que si $\alpha^1_t = 1$, es decir, toda la deuda se amortiza en un período, tenemos la expresión [1].

El déficit en términos reales será igual al cambio de la posición deudora del sector público en términos reales, es decir, al incremento de $t-1$ a t del *stock* de deuda viva en términos reales más el incremento en el recurso al banco emisor utilizado durante t, y medido en términos reales. Dado que el *stock* de deuda viva en t viene dado por $B_t + \alpha^2_{t-1} B_{t-1}$, el déficit real D_t es

$$D_t = \frac{B_t + \alpha^2_{t-1} B_{t-1}}{P_t} - \frac{B_{t-1} + \alpha^2_{t-2} B_{t-2}}{P_{t-1}} + \frac{H_t}{P_t} - \frac{H_{t-1}}{P_{t-1}} \qquad [11]$$

Usando [10], reagrupando términos y simplificando podremos obtener

$$D_t = \frac{G_t - T_t}{P_t} + (i^1_t - \pi_t)\ \alpha^1_{t-1}\ \frac{B_{t-1}}{P_t} + (i^2_t\ (t-2) - \pi_t)\ \alpha^2_{t-2}\ \frac{B_{t-2}}{P_t} +$$

$$+ (i^2_t\ (t-1) - \pi_t)\ \alpha^2_{t-1}\ \frac{B_{t-1}}{P_t} - \pi_t\ \frac{H_{t-1}}{P_t} \qquad [12]$$

Es decir, el déficit real es igual a la suma del déficit real no financiero más los gastos de intereses, descontados por la inflación anual, de todos los pasivos. De nuevo, si $\alpha^1_t = \alpha^1_{t-1} = 1$, toda la deuda se amortiza en un período, tendríamos nuestra expresión original [5].

La primera pregunta, al principio de la sección, se responde comparando [12] con [5]: dada una tasa de inflación, una misma secuencia de gastos e ingresos y un volumen fijo de deuda viva, obtendremos una diferente medida del déficit ajustado dependiendo de la composición según sea la estructura de los tipos de interés nominales.

En cuanto a la segunda pregunta, es fácil ver que ante una inflación *totalmente inesperada* (ningún tipo de interés nominal se ajusta) la composi-

ción de la deuda es irrelevante. Tomando la derivada parcial en [12] obtendríamos la misma expresión que [8] si el *stock* de deuda viva es el mismo y sólo varía su composición. El pago por intereses en términos reales de todo el *stock* de pasivos, independientemente de los plazos en que está colocado, se deprecia. De forma análoga ocurriría si la inflación fuera *perfectamente anticipada,* de forma que todos los tipos de interés se ajustaran en la misma proporción. Solamente en el caso de que la inflación fuera *parcialmente anticipada* la composición podría jugar un papel.

Supongamos que un incremento en la tasa de inflación para t, π_t es anticipado por los agentes, de forma que los tipos de la parte de la deuda emitida en t — 1 se ajustan inmediatamente, pero no ocurre lo mismo con los tipos de la deuda emitida en un plazo anterior, que no varían, $i^2_t\ (t-2)$.

De [12] tendríamos:

$$\frac{\delta D_t}{\delta \pi_t} = -\alpha^2_{t-2}\ \frac{B_{t-2}}{P_t} - \frac{H_{t-1}}{P_t} + S_t \qquad [13]$$

Comparando con [8] vemos que, en este caso, la composición de la deuda influye en un menor déficit real por incremento de la inflación. Cuanto mayor sea la proporción de la deuda emitida a largo plazo, α^2_{t-2}, mayor será el efecto negativo de la inflación sobre el déficit real.

VI. SOBRE LA COMPOSICION OPTIMA DE LA DEUDA

De los apartados anteriores se deduce que cambios en la estructura de los tipos de interés nominales o, lo que es lo mismo, cambios en las expectativas de inflación, hacen variar tanto el déficit en términos nominales como el déficit real (por la variación de los tipos reales y del deflactor) y la deuda (tanto en términos nominales como reales). Está claro que dichos cambios pueden ser diferentes dependiendo de cómo sea la estructura de la deuda y de cómo varíe dicha estructura.

Bajo un criterio estrictamente contable, el gobierno debería optar por una composición que minimice el valor real de sus pasivos para un horizonte determinado (4). Es cierto que esto podría suponer tasas de inflación más altas, que erosionen rápidamente los pasivos, pero que son incompatibles con un programa económico más general del gobierno. No entramos en la cuestión de la elección de una tasa de inflación. Dentro del argumento que estamos desarrollando la inflación se entiende como una variable dada.

El propósito de esta sección es, en primer lugar, analizar la composición óptima de la deuda. Empezamos haciendo unas consideraciones generales sobre el programa de optimización a ser realizado por el gobierno. Presentamos un método de solución del que se sacan algunas conclusiones cuantitativas. La primera es que, si bien la deuda es la suma de los déficit a lo largo del tiempo, minimizar la deuda para un período determinado no es equivalente a minimizar el déficit período a período. Es decir, podrían hallarse casos donde, en un determinado período, concurran pagos de intereses que parece que se podrían haber corregido con otra composición, pero que, sin embargo, hubieran supuesto apartarse de la senda óptima y «pagar el error más adelante». Posteriormente, se prueba que expectativas de tipos nominales crecientes hacen tender a una composición óptima más a largo plazo, y viceversa. Al recoger los tipos nominales expectativas de inflación, es inmediato deducir que tasas de inflación crecientes empujan a una composición más a largo, y viceversa.

Finalmente, se discute la dificultad, por no decir imposibilidad, de uso de los datos reales de una economía para contrastar el grado de desviación de la senda óptima de composición, y se comentan tendencias recientes en la estructura de la deuda para el caso español, así como los cambios recientes habidos en dicha estructura.

A continuación, presentamos un marco analítico sencillo, donde la deuda puede estar solamente a 1 ó 2 plazos, donde no hay monetización y donde no hay costes asociados a tener la deuda a mayor o menor plazo, es decir, el coste marginal de amortización y emisiones es nulo.

Supongamos que el gobierno decide minimizar el valor de la deuda en un horizonte t + N eligiendo una composición (unas α's), conociendo o habiéndose formado expectativas de la secuencia de todos los tipos nominales anuales y tomando como datos las secuencias de gastos e ingresos corrientes. Está claro que la deuda en t + N depende de las decisiones de t a t + N − 1, puesto que la deuda es la suma acumulada de déficit que incluyen pagos por intereses, que han sido de uno u otro volumen dependiendo de la composición.

El gobierno parte de una situación inicial B_{t-1}

que incluye una composición pasada, que le viene dada.

En esta formulación tomamos como conocida la secuencia futura de los tipos de interés y de excesos de gastos corrientes sobre ingresos. En realidad, el gobierno resolvería un problema de incertidumbre: minimizar el valor esperado de la deuda futura dadas unas predicciones de variables futuras en base a un conjunto de información en t que habría que especificar. El problema más grave de dicha formulación es la consideración de los tipos de interés nominales como exógenos. Es decir, que cambios en la composición (elegir unas α'_s y no otras) no afectan a los tipos a corto o a largo. Este ya es un problema económico que requiere modelización del comportamiento de los agentes del sector privado, y estimación de sus reglas de decisión para analizar cómo afectan cambios en la composición de la deuda (mayor demanda de fondos de ahorro a corto sobre largo) a la estructura relativa de los tipos de interés. Además, si el peso de la deuda pública es, como parece razonable suponer, lo suficientemente grande como para ejercer una gran distorsión en los mercados a crédito a la hora de fijar los tipos, esto le da un papel oligopólico al Estado, de forma tal que debería ser modelado como un jugador relevante en dichos mercados.

En cualquier caso, si mantener el supuesto de exogeneidad de los tipos es poco razonable, también es verdad que es necesario para hacer que el programa de composición óptima sea abordable.

Para terminar con el reconocimiento de los fuertes supuestos simplificadores de que partimos, hemos ignorado como variable de decisión el recurso al banco emisor. Este jugaría un papel importante en la composición de la deuda no sólo porque la monetización es un sustituto de emisión de deuda, sino porque una mayor monetización iría asociada a una mayor inflación y, por tanto, a una mayor erosión de la posición deudora real del sector público.

El problema planteado es recursivo. Dado que la deuda puede estar sólo a uno o a dos plazos, las decisiones en t se arrastran durante los dos siguientes períodos, en que se pagan amortizaciones e intereses. Por tanto, en cada período concurren decisiones tomadas en dos períodos diferentes y que dependen de los tipos de interés en dos períodos futuros. Casos numéricos pueden ser resueltos utilizando algoritmos de programación dinámica, empezando por solucionar el problema en el período final, tomando como dada una estructura anterior, e ir solucionando «hacia atrás».

Se puede demostrar que la solución óptima de minimizacion de la deuda en t + N debe cumplir:

para t+N-1

$$\alpha^1_{t+N-1} = \begin{cases} 1 & \text{si } i^1_{t+N}(t+N-1) < i^2_{t+N}(t+N-1) \\ 0 & \text{en caso contrario} \end{cases} \qquad [14]$$

para t, t+1, ..., t+N-2

$$\alpha^1_t = \begin{cases} 1 & \text{si } [1+i^2_{t-2}(t+1) + (i^1_{t-2}(t+1) - i^2_{t+2}(t+1))\,\alpha^1_{t-1}] \cdot \\ & \cdot [1+i^1_{t+1}(t) - i^2_{t-1}(t)] < 1+i^2_{t-2}(t) \\ 0 & \text{en caso contrario} \end{cases}$$

En t + N − 1 se decide por α_{t+N-1}; la siguiente decisión es entre α^1_{t+N-2} = uno o cero, donde se necesita saber la decisión α^1_{t+N-1}, y así sucesivamente «hacia atrás».

Nótese que en cada período se decide con una solución de esquina (emitir la nueva deuda bien a largo o bien a corto), lo cual no quiere decir que la deuda se halle siempre a largo o a corto, puesto que, como hemos dicho, en cada período el estado de la deuda es fruto de decisiones de dos períodos.

De [14] se puede deducir lo siguiente:

a) La senda óptima no tiene por qué ser una que minimice el déficit período a período. La razón está en que se liga información de más de un período a la hora de tomar una decisión temporal, mientras que en el déficit sólo entra información puntual de cada período.

Claramente, en [14] podría darse el caso que $i^1_{t+1} < i^2_{t+1}$ (menor déficit) y optar por $\alpha^1_t = 0$. Por tanto, seguir una senda de minimizar el déficit período a período es miope, en el sentido de poder terminar en un nivel de endeudamiento más elevado, o «pagar el error» más adelante en el tiempo.

b) Si la estructura de los tipos es tal que la condición [14] se cumple con igualdad, la composición es irrelevante para ese período. Si la igualdad se repite en cada período, la composición de la deuda es irrelevante a la hora de minimizar la deuda de un cierto horizonte temporal. Un caso particular es: $i^1_{t+1}(t) = i^2_{t+1}(t) = i^2_{t+2}(t)$, en cuyo caso [14] se cumple con igualdad en todos los períodos y la composición es irrelevante.

Nótese también que igualdad en la condición [14] no presupone eficiencia en los mercados de crédito. La condición de eficiencia habría que de-

rivarla en un marco teórico. Nuestra conjetura es que [14] con igualdad será la condición de eficiencia si todos los agentes que participan en el mercado de crédito, tanto prestamistas como prestatarios, tuvieran como objetivo el mismo horizonte temporal y coincidieran en el mercado el mismo número de períodos.

c) Si la inflación es creciente, la deuda debe estar a más largo plazo. Una inflación creciente debe verse reflejada en unos tipos nominales crecientes. Entonces en [14] se tendería a la desigualdad $>$ y por tanto $\alpha^1_t = 0$, es decir optar por el largo plazo.

En concreto, las expectativas de tasas nominales de interés pueden expresarse siempre como una constante i^n más unas expectativas de inflación (5). Por tanto, [14] puede expresarse como una condición que relaciona *expectativas de inflación* con composición óptima de la deuda.

En el caso de resolver el problema con incertidumbre, habría que incluir un factor más: la ausencia de capacidad o habilidad predictora del gobierno sobre tasas de inflación futuras debe introducir un sesgo hacia la deuda a corto plazo. Es decir, en épocas de acusada incertidumbre sobre tasas de inflación futura, la deuda a corto minimiza tanto las pérdidas como las ganancias de capital asociadas a errores de estimación de tasas de inflación. El motivo es que el error se paga durante un período de tiempo corto, mientras que si la deuda se emite a largo se deja la posibilidad de repetición acumulada del error.

Contrastación empírica de la optimalidad de la composición de la deuda

En principio, podría pensarse en un test usando los datos de una economía concreta para un período determinado, y, con una versión de la condición [14] generalizada al caso de s períodos, estudiar si se ha seguido una senda óptima. Sin embargo, este enfoque es incorrecto si se relajan dos de los supuestos simplificadores que hemos utilizado. Por un lado, el problema con incertidumbre requiere elección de una composición óptima en base a unas tasas de inflación *esperadas*, que luego pueden no ser las efectivamente realizadas dependiendo de la capacidad predictora del gobierno. Errores de predicción en dichas tasas de inflación son de diferente naturaleza que errores o ausencia de elección óptima en la composición de la deuda. En segundo lugar, puede ser equivocado suponer que cambios en la estructura de las emisiones de deuda no varían la relación de los tipos de interés entre corto y largo plazo.

Por todo ello, una contrastación del «grado de desviación» de la optimalidad de la senda de composición usando [14] es incompleta y puede derivar en conclusiones falsas. Se requeriría una modelización del comportamiento de los agentes que intervienen en los mercados de crédito y analizar cómo afectan las variaciones en el comportamiento del agente sector público a los precios relevantes de dichos mercados (tipos de interés), así como una estimación de la elasticidad de los tipos de interés a los cambios en la demanda de fondos a corto o a largo por parte del gobierno.

Composición de la deuda: el caso español

La imposibilidad de realizar en la práctica un test del que se pueda medir cuantitativamente el grado de desviación de la senda óptima no anula las conclusiones cualitativas que se derivan de [14] y que pueden servir como soporte teórico para analizar la evolución reciente de la composición de la deuda en el caso español, así como para comentar algunos cambios en dicha tendencia.

En el cuadro n.° 7 se presenta la evolución reciente de la composición de la deuda para el caso de la economía española para el período 1979-86. El ritmo de creación de la deuda, que se ha disparado en los últimos cuatro años, ha sido dirigido hacia deuda muy a corto plazo, desapareciendo prácticamente, en términos relativos, la deuda perpetua, y con una fuerte pérdida de peso específico de la parte viva que se encuentra a medio y largo. Un cambio tan drástico en la composición es consistente con unas *expectativas de inflación decreciente* durante dichos años. Las expectativas del retroceso de la inflación que haya generado ese cambio en la composición se han visto realizadas, por lo que el cambio en la composición puede calificarse de justificado.

Con el mismo grado de prudencia, y haciendo hincapié en la dificultad de un juicio cuantitativo riguroso, se puede discutir el acierto del cambio en la composición de la deuda hacia más largo plazo ocurrido en 1986. Hay varias posibilidades

CUADRO N.º 7

COMPOSICION DE LA DEUDA DE LAS AA.PP.
(saldos vivos) (*)

	Medio y largo plazo	*Pagares tesoro*	*Perpetua*
1979	96,10 %	—	3,90 %
1980	96,94 &	—	3,06 %
1981	91,97 %	5,92 %	2,10 %
1982	85,56 %	13,20 %	1,22 %
1983	39,55 %	59,95 %	0,48 %
1984	21,27 %	78,49 %	0,22 %
1985	21,21 %	78,63 %	0,16 %
1986	35,87 %	63,98 %	0,15 %

Fuente: Banco de España y elaboración propia.
(*) No incluye deuda no negociable.

que justifican dicho cambio en la tendencia. En primer lugar, que hubo expectativas de *inflación creciente*, lo cual parecía contradecir el programa a medio plazo del gobierno. En segundo lugar, que había hasta 1986 más incertidumbre sobre tasas de inflación futura que la que hay ahora, lo que condujo a un sesgo hacia el corto plazo que en 1986 debió verse corregido al desaparecer esa incertidumbre. Esta afirmación es, cuando menos, discutible. En tercer lugar, que hay expectativas de crecimiento de los tipos de interés *reales* que compensarían la reducción en las tasas de inflación, de forma que los tipos nominales subirían. Muchos autores han estudiado el carácter procíclico de los tipos reales, que subirían en una fase de recuperación y expansión de la economía.

En cuarto lugar, que se dispone de un modelo capaz de generar esa decisión porque relaja algunos de nuestros supuestos simplificadores. En concreto, el supuesto de exogeneidad en la estructura de los tipos de intereses nominales puede verse relajado y concluir que merezca la pena el cambio, en términos de acumulación de deuda, hacia el largo plazo, porque los tipos variarán en dicha dirección al variar la composición. Alternativamente, se ha relajado nuestro supuesto de coste marginal nulo de emisión o «colocación» y amortización. Es difícil, al menos a un nivel teórico, imaginar la importancia de dichos costes: el mercado de crédito no debería presentar dificultades de «renovación de títulos», porque en cada momento del tiempo los ahorradores netos estarán deseando hacerlo a los tipos de equilibrio. Es decir, la *composición* de la deuda no debe influir en el volumen de ahorro privado dispuesto a adquirirla. El mercado se reúne con periodicidad suficiente como para que se incurra en unos «costes de encuentro» significativos y, en cualquier caso, deben ser constantes en el tiempo.

A partir de 1987, sin embargo, aparece un nuevo instrumento, las letras del Tesoro, que supone una vuelta hacia la financiación a corto plazo más acorde con el espíritu de lo que aquí se ha señalado. El brusco cambio de 1986 queda, pues, aislado y sin justificación.

NOTAS

(1) Ignoramos, por simplicidad, cambios en la valoración de activos y pasivos del sector exterior por variaciones del tipo de cambio. Asimismo, ignoramos cambios en la cotización nominal de la deuda pública.

(2) Para los años 75-83 escribimos a continuación su ajuste por inflación sobre el PIB (entre paréntesis nuestros resultados).

0.3	0.2	0.2	0.3	0.5	0.8	1.1	1.6	1.8
(0.19)	(0.10)	(0.3)	(0.5)	(0.5)	(0.7)	(0.9)	(1.4)	(1.4)

(3) Suponemos que $\delta(G_t - T_t)/\delta\pi = 0$, es decir, que no hay rémora fiscal, etcétera.

(4) La función objetivo requiere en este caso un horizonte temporal finito. Podría pensarse, con una función más apropiada para aplicar resultados concretos de Teoría de la Programación Dinámica, como una suma infinita descontada de variación de pasivos (valor presente). Pero aquí se entraría en el obstáculo insalvable de la elección del factor descuento.

(5) La constancia de i^h es equivalente a suponer tipos de interés reales constantes. Más adelante comentaremos este supuesto.

REFERENCIAS

ALVAREZ BLANCO, R. (1985), «Algunos problemas de la determinación cuantitativa del déficit», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, 23.

BAIGES, J.; MOLINAS, C. y SEBASTIÁN, M. (1986) «Déficit, inflación y composición de la deuda», mimeo, Secretaría de Estado de Hacienda.

EISNER, R. y PIEPER, P. (1984), «A New View of the Federal Debt and Budget Deficits», *American Economic Review*, 74, vol. II, 29.

MULLER, P. y PRICE, R. (1984), «Structural Budget Decifits and Fiscal Stance». *OECD Working Papers*, 15.

SIEGEL, J. (1979), «Inflation-induced distorsions in Government and Private Saving Statistics», *Review of Economics and Statistics*, febrero.

SARGENT, T. y WALLACE, N. (1981) «Some Unpleasant Monetarist Arithmetic», *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, otoño.

EL ENDEUDAMIENTO DE LOS DISTINTOS NIVELES DE ADMINISTRACIONES PUBLICAS ESPAÑOLAS

Miguel ROIG ALONSO

I. INTRODUCCION

El endeudamiento de las administraciones públicas españolas y de la mayoría de los países de la OCDE ha alcanzado importantes volúmenes, tanto en términos absolutos como en relación con magnitudes macroeconómicas que habitualmente se toman como base de referencia. Sin embargo, más inquietantes que tales niveles son los ritmos de sus evoluciones, con sus implicaciones sobre la absorción de ahorro, las cargas públicas por intereses, los tipos reales de éstos, las tensiones inflacionistas y la presión fiscal.

Ello obliga a analizar la cuestión desde diversos ángulos. Uno de los aspectos a considerar es el papel que el endeudamiento de los distintos niveles de gobierno debe jugar y el que efectivamente está desempeñando en estos momentos en el caso español.

La sección II de esta colaboración alude a algunas de las dificultades que comporta un intento de examinar significativamente el fenómeno en nuestro país. En la sección III se resumen las orientaciones que, desde un punto de vista normativo, proporciona la teoría económica del federalismo fiscal. La sección IV analiza algunas magnitudes y relaciones de interés del caso español. Finalmente, la sección V trata de brindar algunas conclusiones y propuestas útiles para prevenir futuros perjuicios.

II. PROBLEMAS CONCEPTUALES, METODOLOGICOS E INFORMATIVOS

Un análisis del endeudamiento público aplicado a una realidad como la española de nuestros días ha de tomar una serie de decisiones sobre su campo de trabajo que requieren ser explicitadas.

En primer término, ha de determinarse qué agentes del sector público se estudian. En el presente caso se ha optado por las administraciones públicas (1). Sin embargo, la consolidación en ocasiones de alguna administración, como el Estado en sentido estricto, con algún organismo autónomo, como el Banco de España, puede ser relevante; y ello porque mediante tal operación se puede reflejar mejor el endeudamiento total (implícito y explícito) del propio Estado.

En segundo lugar está la cuestión de cuál de las dos magnitudes resulta más conveniente: el endeudamiento bruto o el neto, o sea, los pasivos financieros o éstos menos los activos financieros. A primera vista, la respuesta parece evidente: precisamos conocer la cuantía total y la estructura de los pasivos financieros, en la medida en que existe una relación directa entre éstos y los pagos de intereses que constituyen el servicio de la deuda, pero, en definitiva, lo que más nos interesa es el endeudamiento en términos netos. Esta conclusión debe, no obstante, matizarse: una parte de los activos financieros de la Administración central es puramente ficticia y encubre transferencias de capital de ésta a favor de otros agentes —como empresas y organismos públicos. Lo que puede llevar al resultado de que los pasivos financieros, en ocasiones, reflejen mejor que el endeudamiento neto la verdadera posición financiera de una administración pública. Es más, el valor de mercado de los activos financieros no ficticios difiere del nominal, por el que aparecen contabilizados, como consecuencia de las variaciones de la tasa real de interés del sistema. A su vez, entre los pasivos financieros puede haberlos exigibles y no exigibles y, por lo tanto, de distinta naturaleza y calidad, lo que introduce importantes diferencias que no siempre pueden ser tenidas en cuenta en comparaciones estadísticas, sobre todo de carácter internacional. Otro problema, a la hora de determinar la cuantía de tales pasivos, es el de decidir si entre ellos debe o no incluirse la capitalización al momento presente de las futuras obligaciones de la seguridad social (fundamentalmente, pensiones). Aunque algunos autores han introducido éstas en sus estimaciones para el futuro (2), en el presente estudio se ha prescindido de ellas tanto por estar referido este análisis al presente y pasado inmediato como por la posibilidad de variación en el tiempo de la legislación hoy vigente sobre los derechos de la seguridad social. Por otra parte, tales obligaciones futuras no figuran contabilizadas como pasivos financieros en las fuentes estadísticas aquí empleadas.

En tercer término aparece el problema de las fuentes disponibles de información estadística y con-

table. Las cifras que interesan —nacionales e internacionales— son de tres tipos: a) rendimientos y cargas periódicas de los activos y pasivos financieros (fundamentalmente, intereses); b) variaciones periódicas de activos y pasivos financieros (es decir, flujos), y c) los saldos a finales de cada año de los activos y pasivos financieros acumulados (o sea, *stocks* de créditos y débitos). Las fuentes disponibles en principio son diversas y proceden del Banco de España, de la Intervención General del Estado, del INE, de diversas direcciones generales y centros ministeriales, de las oficinas de la CEE, de la OCDE, etc. Ahora bien, tales cifras no siempre son suficientes, están actualizadas, componen series regulares o están elaboradas con criterios metodológicos normalizados. En esta situación, probablemente son las publicaciones del Banco de España las que proporcionan una información más extensa, actual y homogénea.

En cuarto lugar se plantea la cuestión de cuál puede ser la magnitud más apropiada para valorar adecuadamente, en términos relativos, el endeudamiento público. Tradicionalmente, por su mayor facilidad de obtención, se utiliza en comparaciones internacionales el volumen de deuda con respecto al PIB o al PNB, sin perjuicio del interés que ofrecen otras variables (3). Relaciones diferentes pueden ser, sin embargo, convenientes. Así, al crecer con el tiempo la renta nacional lo hacen también a ritmos superiores los activos y pasivos financieros del sistema, tanto públicos como privados. Por ello, resulta aconsejable relacionar los ritmos de endeudamiento público y del sistema en su conjunto a efectos de detectar paralelismos o divergencias.

En quinto término es conveniente distinguir entre los efectos económicos inmediatos de los déficit públicos y aquéllos que derivan del endeudamiento vivo acumulado a lo largo del tiempo. Se pone el énfasis aquí en este segundo aspecto, o sea, en los saldos de endeudamiento a finales de cada año, y no en las variaciones de activos y pasivos financieros recogidas en los capítulos 8 y 9 de la clasificación económica de los presupuestos, aunque recordando la interdependencia de ambos fenómenos.

III. ASPECTOS TEORICO-NORMATIVOS

Desde un punto de vista normativo, las funciones que el endeudamiento público a medio y largo plazo debe cumplir en un sistema de capitalismo mixto desarrollado son de tres tipos: a) asignativas; b) estabilizadoras, y c) de crecimiento o desarrollo. No parece adecuada la utilización de este medio como instrumento redistributivo en un mismo período (aunque sí a lo largo del tiempo o entre generaciones).

La función asignativa, o de provisión de servicios públicos, es competencia tanto del nivel central de gobierno como de las autoridades subcentrales. Es decir, se trata de una responsabilidad que han de compartir, de forma coordinada o en cooperación, todas las administraciones públicas territoriales, ejerciéndola cada una de ellas en el ámbito de su respectiva jurisdicción espacial. La prestación regular de muchos servicios, tanto estatales (defensa) como regionales (carreteras) y locales (alumbrado público), exige con frecuencia fuertes desembolsos iniciales de capital. Y puesto que la utilidad de estas inversiones se percibe a lo largo del tiempo, el principio impositivo del beneficio no sólo permite sino que prescribe que sean los consumidores de los servicios de aquéllas quienes principalmente satisfagan las cargas por intereses y amortizaciones. A partir de estas consideraciones, las guías sobre política de endeudamiento público con fines asignativos parecen claras: éste se podrá producir siempre que se trate de financiar, directa o indirectamente, una inversión de capital de interés público, con tal de que los beneficios sociales que aquélla genere en el tiempo, actualizados al momento del endeudamiento, sean superiores a los costes por intereses y amortizaciones, igualmente descontados a dicho instante. Adicionalmente, debería exigirse que tales beneficios sociales se tradujesen en nuevos ingresos presupuestarios para la administración endeudada, de manera que ésta pudiese hacer frente con ellos a: a) los pagos por intereses, b) las amortizaciones de su deuda, c) los gastos corrientes o de consumo que acompañan al mantenimiento y uso de los bienes de la inversión, y d), en su caso, las amortizaciones para la reposición de éstos al final de su vida útil. Aunque estas cuestiones, desde un punto de vista normativo, pueden no plantear excesivas controversias en principio, suele ser difícil en la práctica valorar adecuadamente todos los beneficios y los costes sociales de un proyecto público de inversión, y también calcular la cuantía de los ingresos presupuestarios adicionales que generará la inversión real financiada y los momentos en que se irán produciendo (4).

El mismo principio del beneficio nos proporciona una base para la programación temporal de los pagos por intereses y amortiza-

ciones, cuyas cargas deben exigirse, en la medida de lo posible, en proporción al reparto cronológico de los beneficios generados por la inversión.

La teoría de las expectativas racionales, que capitaliza al momento inicial los pagos futuros por intereses y amortizaciones, haciendo a la generación presente en el instante del endeudamiento la única que soporta su carga real, y negando, por consiguiente, que ésta pueda distribuirse a lo largo del tiempo, relativiza las orientaciones normativas anteriores al convertir a dicha generación, cuando tal capitalización es efectiva, en el sujeto único de la ventanja social neta que supone, en su caso, la inversión. No obstante, los supuestos sobre los que descansa tal teoría pueden ser poco probables en la realidad en muchas ocasiones, ya que difícilmente la mayoría de los contribuyentes puede anticipar al momento presente las consecuencias futuras de la financiación por endeudamiento de una inversión pública en una situación de incertidumbre económica caracterizada por inflación, desempleo, cambio tecnológico, creciente interdependencia internacional y distribución variable a lo largo del tiempo de las cargas impositivas. Y, en la medida en que tal capitalización de ventajas sociales netas no tiene lugar, el enfoque de las expectativas racionales pierde su validez.

Por otro lado, no existen diferencias normativas sustanciales sobre financiación por endeudamiento con fines asignativos entre el nivel central y el subcentral (aunque sí en el alcance espacial de los beneficios de las respectivas inversiones). Las discrepancias suelen plantearse en el coste financiero de los fondos tomados en préstamo (habitualmente mayor cuanto menor es la solvencia de una autoridad) y en el hecho de que el gobierno central tiene acceso directo a la política monetaria, a la regulación de los mercados financieros y a los impuestos generales o de amplia base, y ello no es posible, de forma autónoma, para gobiernos subcentrales. Cabe también recordar aquí que, en la práctica, y en la mayoría de los países desarrollados y con una administración pública descentralizada, el grueso de las inversiones reales de carácter social se lleva a cabo por los niveles más bajos de gobierno, que son los más próximos al ciudadano.

La función estabilizadora es, en un planteamiento normativo, eminentemente central y, por lo tanto, reservada al gobierno de superior jurisdicción territorial, que, sin embargo, puede —y, con frecuencia, debe— permitir la colaboración de las administraciones subcentrales en un contexto de federalismo cooperativo. El endeudamiento público constituye entonces un instrumento alternativo a la creación de dinero, o a la financiación con tributos, hasta lograr la corrección de las causas que impiden el reequilibrio interno (estabilidad de los precios, recuperación del empleo) y externo (estructura adecuada de la balanza de pagos) de la economía.

De igual modo, el desarrollo económico es una responsabilidad primaria del gobierno central, sin perjuicio de su ejercicio en colaboración con las autoridades subcentrales. Para ello, aquél puede utilizar el endeudamiento público, aunque, en este caso, y con el fin de aprovechar al máximo el ahorro interno, tal endeudamiento debería contraerse preferentemente con el exterior. Y, en la medida en que ello influye en el equilibrio de la balanza de pagos, el tipo de cambio y las reservas de divisas, quedan reforzadas las razones para la primacía y el control superior del gobierno central.

CUADRO N.° 1

ENDEUDAMIENTOS BRUTOS DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS DE ESPAÑA Y DE LOS PAISES DE LA OCDE EN PORCENTAJES DE LOS PNB/PIB NOMINALES

	1972	*1973*	*1974*	*1975*	*1976*	*1977*	*1978*	*1979*	*1980*	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
OCDE (*)	33,9	32,1	31,7	34,1	35,3	37,3	40,7	41,6	43,0	46,0	49,4	53,0	55,5	57,2	58,1
España	14,9	13,2	12,6	12,9	12,6	13,7	13,9	15,7	17,7	21,7	26,9	32,6	39,6	43,6	46,2

(*) Total de los países de la OCDE, excepto Estados Unidos, Suiza y Portugal. Se incluye España.
Las cifras para 1985 son estimaciones parciales.
Las cifras para 1986 son previsiones.
Fuente: OCDE.
— tasa media anual de crecimiento acumulativo del porcentaje de endeudamiento público bruto con relación al PNB/PIB nominal de la OCDE (excepto países indicados), durante el período 1972-86: 3,92 por 100.
— tasa media anual de crecimiento acumulativo del porcentaje de endeudamiento público bruto con relación al PNB/PIB nominal de España, durante el mismo período: 8,42 por 100.

En tanto que las actuaciones anteriores no son inquietantes y, por el contrario, contribuyen, correctamente efectuadas, a un funcionamiento operativo del sistema, el endeudamiento público para financiar déficit presupuestarios estructurales debe considerarse como un síntoma que advierte de la necesidad de adoptar medidas correctoras sobre las causas de su patología, al tiempo que la magnitud del endeudamiento vivo puede transformarse en el origen de otros males que es necesario asimismo prevenir (incremento indeseado de la presión fiscal, inflación, altas tasas reales de interés, cargas financieras crecientes, menores gastos de libertad en el volumen y composición de gastos de provisión de servicios públicos como justicia, educación, sanidad, etcétera, y, en general, efectos negativos sobre el crecimiento económico y el empleo).

IV. EL CASO ESPAÑOL

A la vista de las consideraciones anteriores, podemos ahora examinar algunas de las informaciones estadísticas y contables disponibles para el caso español, y tratar de valorarlas.

Del cuadro n.° 1, en el que figura la evolución de la deuda bruta de las administraciones públicas de la mayoría de los países de la OCDE y de España, en porcentajes de los PNB/PIB nominales respectivos, se deduce:

1.° Que el endeudamiento bruto de las administraciones públicas españolas previsto para 1986 alcanza un sensible nivel del 46,2 por 100, que, no obstante, es inferior en 11,9 puntos al de la media del conjunto de países de la OCDE excluyendo Estados Unidos, Suiza y Portugal, estimándose ésta provisionalmente, para dicho año, en el 58,1 por 100.

2.° Que tal endeudamiento español muestra un alto ritmo de aumento, sobre todo desde 1979, habiendo pasado del 14,9 por 100 en 1972 al 46,2 por 100 en 1986, lo que supone una tasa media anual de crecimiento acumulativo de tal relación de 8,42 puntos, muy superior al ritmo que durante el mismo espacio de tiempo registran los países de referencia de la OCDE, que es del 3,92 por 100. Nuestra tasa media de aumento en esta relación con el PNB/PIB es, como mínimo, el doble que la de los países de nuestro contexto económico, y éste es un dato significativamente desfavorable.

El examen del endeudamiento neto aún empeora las perspectivas. En efecto, en el cuadro n.° 2 se observa:

1.° Que el ritmo de variación del porcentaje del endeudamiento español casi triplica, durante 1972-1986, el de la OCDE.

2.° Que el porcentaje español de deuda neta con respecto al PNB/PIB pasa a ser, en 1986, un 29,9, cifra próxima al 34,2 por 100 registrado por el total de países de referencia.

De persistir las actuales tendencias negativas, corremos, pues, el riesgo de superar los niveles medios relativos de nuestros vecinos en las deudas bruta y neta de nuestras administraciones públicas, que, conviene recordar, no son otra cosa que los pasivos financieros indirectos de los contribuyentes. Las cuantías de los déficit públicos y sus componentes estructurales alimentarán este proceso en la medida en que nuestro producto nacional bruto no aumente a mayor ritmo que el de nuestro endeudamiento público (cuadro n.° 7).

Dado que al crecer el gasto nacional de un país en términos nominales se observa una evolución paralela, pero de mayor intensidad, en sus activos y pasivos financieros, la relación entre el endeudamiento bruto de las administraciones públicas y los pasivos totales del sistema es probablemente muy relevante para reflejar el desarrollo relativo de aquél. El cuadro n.° 3 brinda esta información e indica:

1.° Que los pasivos financieros públicos han pasado, en los diez años que van desde 1976 a 1986, de un 5,62 por 100 del total del sistema a un 16,62 por 100. Es decir, tal indicador ha experimentado un aumento de unas tres veces, lo que revela el protagonismo progresivo de nuestras administraciones públicas en el sistema financiero del país.

2.° Los desiguales ritmos de evolución de los pasivos financieros públicos (31,50 por 100 anual acumulativo de media) y de los pasivos financieros totales (sólo el 17,98 por 100), cuya diferencia parece confirmar el deterioro de la posición de nuestras finanzas públicas. O sea, más que a un desarrollo natural y equilibrado de los diversos componentes del sistema financiero, asistimos a un proceso inarmónico que es consecuencia inevitable de nuestros reiterados y persistentes déficit públicos.

Del cuadro n.° 4, a su vez, se infiere:

1.° Un papel cada vez más importante, en términos cuantitativos tanto absolutos como relativos, de los entes autonómicos a partir de su aparición en el escenario financiero del país en 1979 (parte 2.ª del cuadro).

CUADRO N.° 2

ENDEUDAMIENTOS NETOS DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS DE ESPAÑA Y DE LOS PAISES DE LA OCDE EN PORCENTAJES DE LOS PNB/PIB NOMINALES

	1972	*1973*	*1974*	*1975*	*1976*	*1977*	*1978*	*1979*	*1980*	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
OCDE (*)	12,8	11,4	11,1	14,5	16,2	17,7	20,1	21,1	22,2	24,5	27,2	30,2	32,1	33,4	34,2
España	2,1	1,7	1,3	1,3	0,7	2,0	3,0	5,0	7,1	10,5	14,0	18,5	23,3	27,3	29,9

(*) Total de los países de la OCDE, excepto Estados Unidos, Suiza y Portugal. Se incluye España.
Las cifras para 1985 son estimaciones parciales.
Las cifras para 1986 son previsiones.
Fuente: OCDE.
— tasa media anual de crecimiento acumulativo del porcentaje de endeudamiento público neto con relación al PNB/PIB nominal de la OCDE (excepto países indicados), durante el período 1972-86: 7,27 por 100.
— tasa media anual de crecimiento acumulativo del porcentaje de endeudamiento público neto con relación al PNB/PIB nominal de España, durante el mismo período: 20,89 por 100.

2.° Una tasa media anual del crecimiento acumulativo de los pasivos del conjunto de niveles subcentrales entre 1976 y 1986 del 10,28 por 100 (parte 1.ª del cuadro), por lo que en el espacio de diez años su endeudamiento bruto, en pesetas constantes, se ha multiplicado por 2,6 aproximadamente.

3.° Una tasa media anual de crecimiento acumulativo entre 1979 y 1986 del 9,22 por 100 (parte 1.ª del cuadro). Lo que indica que el ritmo correspondiente al período anterior (en el que sólo operaban las corporaciones locales), que es del 9,02 por 100, apenas se acelera con la aparición y desarrollo de las comunidades autónomas. Dado el papel de creciente importancia de éstas en los últimos años, se concluye que la relativa estabilidad en el ritmo (que no en el volumen) de endeudamiento del conjunto de administraciones públicas subcentrales se debe fundamentalmente al comportamiento financiero más moderado de las corporaciones locales, cuyas cargas, por distintos conceptos, viene asumiendo el Estado (5). Estas ayudas ascendieron a 134.130, 174.350 y 164.990 millones de pesetas corrientes durante 1984, 1985 y 1986 respectivamente. Tales alivios, no obstante, no han conseguido que el endeudamiento de nuestras corporaciones locales se frene en su aumento, pues dicho endeudamiento, según datos del Banco de Crédito Local (6), y en pesetas corrientes, ha experimentado tasas aproximadas de incremento del 11 y del 30 por 100 entre 1984 y 1985 y entre este año y 1986, respectivamente, es decir, en el mismo trienio en que se recibieron del Estado las mencionadas ayudas.

Resulta de gran interés analizar y comparar los ritmos de evolución, con relación al PIB, de los pasivos financieros de los diversos niveles de administraciones públicas por separado. Según se refleja en la parte 2.ª del cuadro n.° 4, el endeudamiento bruto por todos los conceptos con respecto al PIB de las comunidades autónomas, desde 1979, momento de su aparición financiera, hasta 1986, ha venido creciendo a una tasa anual media acumulativa que se estima en el 43,89 por 100 y que contrasta fuertemente con la que corresponde a las corporaciones locales, que sólo lo han hecho al 0,51 por 100 (sin perjuicio de importantes oscilaciones en los porcentajes anuales, como las registradas entre 1980, 1981 y 1982, de un lado, y, recientemente, entre 1985 y 1986). También puede apreciarse que el ritmo de crecimiento del porcentaje de las administraciones públicas centrales (17,58 por 100) es 2,26 veces mayor que el del conjunto de administraciones públicas subcentrales (7,77 por 100).

Del análisis de las magnitudes y de las relaciones que aparecen en el cuadro n.° 5 se deduce:

1.° Que el porcentaje de los pasivos financieros netos (activos menos pasivos, de las administraciones subcentrales con respecto a los niveles centrales de gobierno (Estado, organismos de la Administración central y seguridad social) es decreciente a lo largo del período 1976-1985, habiendo pasado de valores negativos (consecuencia de la existencia inicial de pasivos financieros netos para niveles subcentrales y activos financieros netos para los centrales) en 1976 a valores positivos (registro de pasivos en ambos tipos de niveles) a partir de 1978. Dicha relación denota un deterioro relativo mayor de la posición financiera de los niveles centrales, tendencia ésta que, sin embargo, se quiebra en 1986 por las razones a

las que más adelante se hace referencia.

Ahora bien, este resultado tendencial no computa las repercusiones financieras internas entre el conjunto de administraciones públicas. En efecto, la Administración central y, en particular, el Estado, incorpora en su déficit (y, por consiguiente, acumula en sus pasivos) los problemas financieros de empresas privadas y públicas, corporaciones locales y comunidades autónomas (7), además de la seguridad social. Por ello, del total de la deuda pública del Estado a 31 de diciembre de 1984, sólo un 40,2 por 100 correspondía a la financiación del déficit de la propia Administración central, si bien las participaciones imputadas a corporaciones locales y comunidades autónomas en dicha fecha (1,9 y 0,7 por 100, respectivamente) eran de escasa significación relativa. De cualquier modo, continuamos sin saber en qué medida, y de modo indirecto, la reestructuración del Estado español en comunidades autónomas y la descentralización del gasto total de las administraciones públicas como consecuencia de las necesidades locales (provinciales y municipales) originan parte del 40,2 por 100 de endeudamiento imputado al Estado exclusivamente.

Por otra parte, la reiteración y la importancia cuantitativa de las ayudas financieras del gobierno central a las corporaciones locales no son sino el síntoma de dos problemas propios y actuales del Estado español pendientes de solución, a saber:

a) La todavía excesiva centralización de los ingresos y de los gastos públicos con relación a otros países de nuestro entorno económico (8), especialmente en lo que a los municipios se refiere, y

b) el hecho de que en España, lo mismo que en el resto de estos países, los ingresos recaudados por el nivel central se han convertido *de facto* en recursos necesarios (y, por tanto, compartidos) por las autoridades subcentrales.

Probablemente en tanto no se resuelvan ambos problemas —descentralización fiscal y participación objetiva y automática de todas las administraciones públicas en recursos recaudados por un sistema impositivo central (9)— las asunciones estatales de cargas como las anteriores seguirán repitiéndose de forma más o menos irregular en el tiempo y forzada por el curso de los acontecimientos.

2.° La evolución del porcentaje de pasivos financieros netos de los niveles subcentrales de gobierno con respecto a todos los niveles de administraciones públicas sigue un perfil similar al que acabamos de comentar, por las mismas razones ya expuestas, pasando de un valor negativo del 199,2 por 100 en 1976 a un valor positivo del 387,5 por 100 en 1977 y del 5,9 por 100 en 1986, con una tasa media anual acumulativa decreciente del 35 por 100 entre 1978 y 1986.

3.° La consolidación de los activos y pasivos financieros del Es-

CUADRO N.° 3

PASIVOS FINANCIEROS DEL SISTEMA Y DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS ESPAÑOLAS

	1976	*1977*	*1978*	*1979*	*1980*	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
1. Pasivos de instituciones financieras consolidadas	8.515,3	10.152,4	12.094,1	14.329,5	17.176,1	20.684,0	24.931,2	28.700,3	33.240,5	36.574,1	40.844,7
2. Pasivos de administraciones públicas	992,0	1.351,5	1.629,9	2.178,2	2.821,0	3.917,4	5.541,9	7.786,1	10.478,5	13.110,8	15.333,0
3. Pasivos de empresas no financieras y familias	8.151,8	9.771,9	11.029,7	12.624,0	15.066,5	17.444,0	22.412,5	25.971,9	28.728,0	31.722,5	36.070,3
4 = 1 + 2 + 3 = Pasivos financieros totales	17.659,1	21.275,8	24.753,7	29.131,7	35.063,6	42.045,4	52.885,6	62.458,3	72.447,0	81.407,4	92.248,0
5 = 2/4 en porcentajes	5,62	6,35	6,58	7,48	8,05	9,32	10,48	12,47	14,46	16,11	16,62

OBSERVACIONES:
1.ª.—Los pasivos de instituciones financieras consolidadas excluyen las posiciones internas entre las mismas.
2.ª.—No se conoce el *stock* en circulación de títulos de renta fija negociables y títulos de renta variable y otras participaciones que, emitidos por las empresas, estén en poder de empresas no financieras y familias.
3.ª.—Cifras en miles de millones de pesetas.
Fuente: Elaboración propia a partir de datos contenidos en el *Informe Anual 1986. Apéndice Estadístico* del Banco de España.
— tasa media anual de crecimiento acumulativo de los pasivos financieros totales entre 1976 y 1986: 17,98 por ciento.
— tasa media anual de crecimiento acumulativo de los pasivos financieros de las administraciones públicas en el mismo período: 31,50 por 100.

tado y Banco de España, que ayuda a relativizar mejor la evolución de la posición financiera de las administraciones subcentrales que la observación limitada exclusivamente al propio Estado, queda reflejada en la relación 27*** del cuadro n.° 5. Esta, sin embargo, repite el paralelismo tendencial ya señalado entre las dos relaciones anteriores, al mostrar un descenso de un 93,5 por 100 en 1978 a un 6,1 por 100 en 1986, con una tasa media anual acumulativa decreciente del 29 por 100.

En cualquiera de las tres relaciones, 25*, 26** y 27***, se aprecia, además, una inflexión al alza en 1986 que requiere examinar ahora con algún detalle la evolución más reciente del endeudamiento de los niveles subcentrales de gobierno.

Este, según el cuadro n.° 6, elaborado en base a datos procedentes de diversas fuentes, ha crecido en 1986 (sin contar con las cargas financieras asumidas por el Estado) en 269.740 millones de pesetas corrientes, es decir, en un 34 por 100 aproximadamente en un solo año. Por separado, las corporaciones locales parecen haber incrementado su endeudamiento en un 29 por 100 y las comunidades autónomas en un 51 por 100,

CUADRO N.° 4 (parte 1.ª)

PASIVOS FINANCIEROS EN ENTES AUTONOMICOS Y CORPORACIONES LOCALES
(En miles de millones de pesetas constantes de 1986)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
P. PASIVOS FINANCIEROS	476,2	542,7	566,0	683,4	714,8	846,9	950,3	990,0	991,1	1.091,5	1.266,8
P.6. Títulos de renta fija negociables	69,6	72,2	69,3	83,3	97,7	162,0	221,6	223,9	238,2	265,1	366,0
Emitidos por:											
b.2.1) Corporaciones locales	69,6	72,2	69,3	83,3	97,7	135,3	179,0	163,8	150,4	148,2	189,3
b.2.2) Entes autonómicos	—	—	—	—	—	26,8	42,5	60,0	87,8	116,9	176,7
País Vasco	—	—	—	—	—	9,4	17,4	23,7	27,2	33,1	42,0
Cataluña	—	—	—	—	—	17,3	15,2	19,4	26,2	31,5	42,0
Andalucía	—	—	—	—	—	—	10,0	8,9	8,0	16,2	19,7
Murcia	—	—	—	—	—	—	—	1,7	1,4	1,1	6,5
Galicia	—	—	—	—	—	—	—	3,9	3,5	9,2	8,3
Asturias	—	—	—	—	—	—	—	2,4	4,5	4,1	4,6
Castilla-León	—	—	—	—	—	—	—	—	1,8	1,6	7,3
Castilla-La Mancha		—	—	—	—	—	—	—	2,4	2,2	3,0
Canarias	—	—	—	—	—	—	—	—	2,9	2,7	12,5
Baleares	—	—	—	—	—	—	—	—	1,4	1,3	1,3
Aragón	—	—	—	—	—	—	—	—	2,5	2,3	3,5
Valencia	—	—	—	—	—	—	—	—	6,0	11,6	19,0
Navarra	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	7,0
P.7. Créditos activos de	406,6	470,5	496,7	600,0	617,1	684,8	728,8	766,2	752,9	826,4	900,8
P.9.1. En pesetas	406,6	470,5	496,7	600,0	617,1	670,2	690,8	702,1	674,8	780,6	867,5
a) Instituciones financieras	406,6	470,5	496,7	600,0	617,1	670,2	690,8	702,1	674,8	780,6	867,5
a.1.2.1) Banca	—	—	—	—	—	9,8	17,1	38,9	54,5	102,0	152,5
a.1.2.2) Cajas ahorros	15,4	15,4	17,0	29,0	39,3	93,9	155,4	181,4	177,1	191,2	204,1
a.2.1) Crédito oficial	391,2	455,1	479,7	571,1	577,8	566,5	518,4	481,7	443,3	487,4	510,9
Créditos ordinarios	370,9	350,8	370,6	351,8	324,2	303,4	290,5	293,5	305,3	313,3	355,5
Liquidación deudas	20,4	104,3	109,0	219,2	253,6	263,2	227,9	188,2	138,0	174,2	155,4
P.9.2. En moneda extranjera	—	—	—	—	—	14,6	38,0	64,1	78,0	45,8	33,3
a) Instituciones financieras	—	—	—	—	—	7,9	15,9	30,9	39,0	15,8	13,4
a.1.2.1) Banca	—	—	—	—	—	7,9	15,9	27,7	28,5	8,8	6,8
a.1.2.2) Cajas ahorros	—	—	—	—	—	—	—	3,3	10,5	7,0	6,6
b) Exterior	—	—	—	—	—	6,7	22,1	33,2	39,0	30,0	19,9

A causa del redondeo en los cálculos, los totales pueden no cuadrar exactamente con la suma de los componentes.
Fuente: Elaboración propia a partir de datos contenidos en el cuadro 3.13 del *Informe Anual 1985. Apéndice Estadístico,* del Banco de España, para las cifras correspondientes al período entre 1976 y 1985; y de los datos del cuadro 3.14 (2.ª parte) del *Informe Anual 1986. Apéndice Estadístico,* del mismo Banco para 1986.
— tasa media anual de crecimiento acumulativo de los pasivos financieros totales entre 1976 y 1986: 10,28 por 100.
— tasa media anual de crecimiento acumulativo de los pasivos financieros totales entre 1979 y 1986: 9,22 por 100.
— tasa media anual de crecimiento acumulativo de los pasivos financieros totales entre 1976 y 1978: 9,02 por 100.

CUADRO N.° 4 (parte 2.ª)

PASIVOS FINANCIEROS POR NIVELES DE ADMINISTRACIONES PUBLICAS EN PORCENTAJES DEL PIB A PRECIOS DE MERCADO

AGENTES / AÑOS	*1976*	*1977*	*1978*	*1979*	*1980*	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
— Corporaciones locales	1,71	1,92	1,96	2,21	2,05	2,40	2,64	2,28	2,06	2,06	2,29
— Comunidades autónomas	—	—	—	0,13	0,40	0,55	0,68	1,13	1,28	1,57	1,66
— Administraciones subcentrales	1,71	1,92	1,96	2,34	2,45	2,95	3,32	3,41	3,34	3,63	3,95
— Administraciones centrales	11,74	12,56	12,30	13,97	15,81	19,80	24,66	31,16	37,91	42,97	43,40
— Total administraciones públicas	13,45	14,48	14,26	16,31	18,26	22,75	27,98	34,57	41,25	46,60	47,35

— Para las valoraciones del PIB entre 1976 y 1979 se ha utilizado la serie base 70; y para el resto (1980 a 1986), la serie base 80.
— Se ha excluido de los pasivos financieros de las administraciones públicas la moneda metálica en circulación que constituye activos de empresas no financieras y familias.
Fuente: Estimaciones propias en base a series de datos del Banco de Crédito Local, del Banco de España y de diversas fuentes.
— tasa media anual de crecimiento acumulativo de esta relación, durante el período 1979-86, para las corporaciones locales: 0,51 por 100.
— tasa media anual de crecimiento acumulativo de esta relación, durante el periodo 1979-86, para las comunidades autónomas: 43,89 por 100.
— tasa media anual de crecimiento acumulativo de esta relación, durante el periodo 1979-86, para el conjunto de administraciones públicas subcentrales: 7,77 por 100.
— tasa media anual de crecimiento acumulativo de esta relación, durante el periodo 1979-86, para todas las administraciones públicas: 16,45 por 100.
— tasa media anual de crecimiento acumulativo de esta relación, durante el periodo 1979-86, para las administraciones centrales: 17,58 por 100.

cifras —especialmente esta última— importantes que proyectan sombras inquietantes sobre el futuro económico, tanto por sus causas como por sus ritmos de evolución y sus consecuencias (10). Tales necesidades financieras crecientes parecen estar causando una cierta rivalidad dentro del mercado financiero entre los agentes del sector público tomadores de recursos, y, debido a la posición menos ventajosa de las administraciones subcentrales con respecto al Estado, aquéllas han ofrecido tipos nominales de interés anual (como, por ejemplo, entre el 10,65 y el 13,15 por 100) más altos que los satisfechos por el propio Estado (alrededor éstos de un 2 por 100 menos) en emisiones similares y más o menos coincidentes en el tiempo.

Con todo, no parece que las dificultades de muchos entes territoriales vayan a ser transitorias o a superarse a corto plazo. Responsables de las haciendas regionales y locales señalan que el déficit público —y, por tanto, el endeudamiento creciente— en los niveles subcentrales lo origina, en parte, la Administración central, al no vaciar de contenidos y gastos las estructuras históricamente establecidas para gestionar unas competencias que posteriormente se han transferido a las comunidades autónomas, y destacan la resistencia que ofrece el gobierno estatal a descentralizar parte de sus ingresos y gastos, acompañada de las dificultades técnicas y políticas para las administraciones territoriales de incrementar su propia fiscalidad ordinaria, como causas fundamentales que obligan a éstas a seguir endeudándose.

Además de estas razones de tipo general, hay, en los incrementos de endeudamiento relativos de 1986 con respecto a 1985, un fenómeno coyuntural relevante a considerar: el ciclo político. La previsión de elecciones autonómicas y municipales para 1987 ha provocado la *necesidad* de realizar y acelerar las obras públicas que, además de poder ser mostradas como activos destacados de los gobiernos territoriales, sirviesen de pretexto para inauguraciones que encubriesen campañas publicitarias a favor de aquéllos. Y así, en algunas comunidades, numerosas inauguraciones municipales (muchas de las cuales han contado con la ayuda de los gobiernos de las comunidades) y regionales han «coincidido» precisamente en los meses anteriores al 10 de junio de 1987, fecha de las elecciones (11), por lo que tales obras públicas (polideportivos, casas de cultura, hogares de jubilados, bibliotecas, mercados, edificios, carreteras, jardines y parques, etcétera) han constituido una forma subliminal de reclamar el voto ciudadano.

A pesar de su endeudamiento creciente, no es aventurado afirmar que la mayoría de los 8.022 municipios, de las 17 comunidades autónomas y de las 43 diputaciones (excluidas las 7 comunidades uniprovinciales), cabildos y consejos insulares y demás entidades locales, con sus empresas y organismos, está aún lejos de rozar los límites que las leyes establecen a sus cargas financieras, que, sin embargo, y en lo que a corporaciones locales respecta, han crecido (impulsadas además por las mayores tasas nominales

CUADRO N.º 5

PASIVOS FINANCIEROS NETOS DE LAS DIVERSAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS
(En miles de millones de pesetas constantes de 1986)

AGENTES / AÑOS	*1976*	*1977*	*1978*	*1979*	*1980*	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
ENTES AUTONOMICOS Y CORPORACIONES LOCALES											
1. Activos financieros	188,3	120,3	115,0	141,9	182,5	231,2	389,1	470,6	578,5	655,5	702,5
2. Pasivos financieros	476,2	542,7	566,0	683,4	714,8	846,9	950,3	990,0	991,1	1.091,5	1.266,8
3 = 1—2. Pasivos financieros netos	(287,9)	(422,4)	(451,0)	(541,5)	(532,3)	(615,7)	(561,2)	(519,4)	(412,6)	(436,0)	(546,3)
ESTADO											
4. Activos financieros	2.573,8	2.561,9	2.562,2	2.592,0	2.606,1	2.712,3	3.005,1	3.576,1	4.186,7	4.298,9	4.685,6
5. Pasivos financieros	2.748,7	2.872,3	3.252,7	3.693,6	4.324,5	5.121,5	6.659,5	8.400,6	10.595,2	12.248,1	13.447,1
6 = 4—5. Pasivos financieros netos	(174,9)	(310,4)	(690,5)	(1.101,6)	(1.718,4)	(2.409,2)	(3.654,4)	(4.824,5)	(6.408,5)	(7.949,2)	(8.761,5)
ORGANISMOS ADMINISTRACION CENTRAL											
7. Activos financieros	206,4	268,4	200,8	212,8	188,1	182,2	197,9	238,6	266,8	214,9	151,3
8. Pasivos financieros	109,5	99,4	85,6	74,6	64,4	56,2	59,3	55,2	57,3	63,0	32,2
9 = 7—8. Pasivos financieros netos	96,9	169,0	115,2	138,2	123,7	126,0	138,6	183,4	209,5	151,9	119,1
ADMINISTRACION CENTRAL (ESTADO + ORGANISMOS)											
10. Activos financieros	2.780,2	2.830,3	2.763,0	2.804,8	2.794,2	2.894,5	3.203,0	3.814,7	4.453,5	4.513,8	4.836,9
11. Pasivos financieros	2.858,2	2.971,7	3.338,3	3.768,2	4.388,9	5.177,7	6.718,8	8.455,8	10.652,5	12.311,1	13.479,3
12 = 10—11. Pasivos financieros netos	(78,0)	(141,4)	(575,3)	(963,4)	(1.594,7)	(2.283,2)	(3.515,8)	(4.641,1)	(6.199,0)	(7.797,3)	(8.642,4)
SEGURIDAD SOCIAL											
13. Activos financieros	513,1	486,3	389,4	283,4	215,9	179,9	217,6	444,0	382,2	367,7	318,1
14. Pasivos financieros	2,7	31,5	29,9	48,1	3,5	113,1	7,9	184,6	166,6	246,8	445,9
15 = 13—14. Activos financieros netos	510,4	454,8	359,5	235,3	212,4	66,8	209,7	259,4	215,6	120,9	(127,8)
ADMINISTRACION CENTRAL + SEGURIDAD SOCIAL											
16. Activos financieros	3.293,3	3.316,6	3.152,4	3.088,2	3.010,1	3.074,4	3.420,6	4.258,7	4.835,7	4.881,5	5.155,0
17. Pasivos financieros	2.860,9	3.003,2	3.368,2	3.816,3	4.392,4	5.290,8	6.726,7	8.640,4	10.819,1	12.557,9	13.925,2
18 = 16—17. Pasivos financieros netos	432,4	313,4	(215,8)	(728,1)	(1.382,3)	(2.216,4)	(3.306,1)	(4.381,7)	(5.983,4)	(7.676,4)	(8.770,2)
CONJUNTO ADMINISTRACIONES PUBLICAS											
19. Activos financieros	3.481,6	3.436,9	3.267,4	3.230,1	3.192,6	3.305,6	3.809,7	4.729,3	5.414,2	5.537,0	5.857,5
20. Pasivos financieros	3.337,1	3.545,9	3.934,2	4.499,7	5.107,2	6.137,7	7.677,0	9.630,4	11.810,2	13.649,4	15.192,0
21 = 19—20. Pasivos financieros netos	144,5	(109,0)	(666,8)	(1.269,6)	(1.914,6)	(2.832,1)	(3.867,3)	(4.901,1)	(6.396,0)	(8.112,4)	(9.334,5)
ESTADO + BANCO DE ESPAÑA											
22. Activos financieros	6.661,8	6.319,4	6.263,6	6.405,7	5.962,3	5.903,7	5.707,7	6.851,4	8.627,0	7.932,2	8.816,2
23. Pasivos financieros	6.586,9	6.344,1	6.746,0	7.356,2	7.457,5	8.124,5	9.246,0	11.632,7	14.905,5	15.847,8	17.787,7
24 = 22—23. Pasivos financieros netos	74,9	(24,7)	(482,4)	(950,9)	(1.495,2)	(2.220,8)	(3.538,3)	(4.781,3)	(6.278,5)	(7.915,6)	(8.971,5)
RELACIONES											
25 *	(66,6)	(134,8)	209,0	74,4	38,5	27,8	17,0	11,9	6,9	5,7	6,2
26 **	(199,2)	387,5	67,6	42,7	27,8	21,7	14,5	10,6	6,5	5,4	5,9
27 ***	(384,4)	1.710,1	93,5	56,9	35,6	27,7	15,9	10,9	6,6	5,5	6,1

OBSERVACIONES:
1.ª.—La partida 4 excluye oro, DEG y posición de reserva en el FMI.
2.ª.—La partida 5 excluye moneda metálica en circulación de empresas no financieras y familias.
25 * = pasivos financieros netos de los niveles subcentrales de gobierno/pasivos financieros netos de los niveles centrales, en porcentajes.
26 ** = pasivos financieros netos de los niveles subcentrales de gobierno/pasivos financieros netos de todos los niveles de gobierno, en porcentajes.
27 *** = pasivos financieros netos de los niveles subcentrales de gobierno/pasivos financieros netos consolidados del Estado y del Banco de España, en porcentajes.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos contenidos en el *Informe Anual 1985. Apéndice Estadístico* e *Informe Anual 1986. Apéndice Estadístico*, del Banco de España, y en Ariztegui, J., y Fernández E.: "Necesidades de financiación, operaciones financieras y coste del pasivo del Estado y del Banco de España", *Boletín Económico* del Banco de España, febrero de 1987.

y reales de interés vigentes en el mercado) en un 55 por 100 en la última década, pasando de suponer el 8,42 por 100 de los ingresos corrientes presupuestados en 1976 a un 13,07 por 100 en 1986 (12). La información sobre este aspecto puede ser confusa si se tiene en cuenta la posibilidad de existencia de déficit presupuestarios y de operaciones contables de maquillaje como las que tuvieron lugar en el pasado, cuando, por ejemplo, la aplicación de la Ley 24/1983, de 21 de diciembre, sobre saneamiento y regulación de las haciendas locales, puso de manifiesto un déficit de 142.500 millones de pesetas, que en un 80 por 100 era extracontable (13).

Conviene subrayar aquí que la aparición del nivel autonómico, en principio impulsado por comunidades con mayor conciencia histórica, política y cultural, como Cataluña y el País Vasco, ha desencadenado un movimiento de rivalidad en diversos aspectos que probablemente está contribuyendo al crecimiento del gasto público total. Y así, ciudadanos y regiones históricamente con escasa vocación autonomista se han adherido, temerosos de perder privilegios sociales y económicos en el caso de que sus territorios quedasen rezagados en el proceso de reparto de los fondos del Estado, a las tendencias descentralizadoras e incrementadoras del gasto público, despertándose en ocasiones conciencias autonómicas antes inexistentes. Por otro lado, se han abierto varias fuentes adicionales de conflictos interjurisdiccionales (Estado/comunidades autónomas, diputaciones/comunidades autónomas, entes metropolitanos/comunidades autónomas, grandes municipios/comunidades, etc.) no siempre satisfactoriamente resueltos y con inevitables multiplicidades de personal y competencias, recelos, resistencias a ceder funciones, a rendir cuentas o a someterse a otros niveles de gobierno; todo lo cual incrementa las ineficiencias internas del aparato administrativo público del país y, por consiguiente, los costes de su funcionamiento. Resulta difícil tratar de cuantificar el coste de estas disfuncionalidades, e incluso a veces llegar a conocerlas, por el cuidado que, en su interés personal o de grupo, demuestran las clases políticas o los colectivos funcionariales en ocultar tales conflictos internos, que pueden perjudicarles. Sólo cuando éstos afloran en los tribunales de justicia o alcanzan magnitudes relevantes pueden ser conocidos a través de las publicaciones oficiales y de la prensa ordinaria.

Las tensiones autonómicas al incremento del gasto financiado por endeudamiento van a seguir produciéndose probablemente en los próximos años, ya que, mientras que las comunidades que han asumido mayores competencias tras la fase transitoria de la LOFCA reclaman techos competenciales más altos, las menos avanzadas en éstos exigirán su igualación paulatina a aquéllas y emprende-

CUADRO N.° 6

ENDEUDAMIENTO DE LAS ADMINISTRACIONES SUBCENTRALES (*)
(En miles de millones de pesetas corrientes)
(Posiciones a 31 de diciembre)

INSTRUMENTOS/AGENTES	*1985*			*1986*		
	Corporaciones locales	*Comunidades autónomas*	*Entes territoriales*	*Corporaciones locales*	*Comunidades autónomas*	*Entes territoriales*
— Deuda negociable	126,85	121,04	247,89	170,83	184,39	355,22
— Créditos en pesetas	424,20	75,93	504,07	544,99	130,47	675,46
— Banca privada	54,44	37,70	92,14	82,15	63,90	146,05
— Cajas de ahorros	114,78	24,66	143,38	145,09	51,83	196,92
— Cooperativas	3,44	—	3,44	4,88	—	4,88
— Banca oficial	251,54	13,57	265,11	312,87	14,74	327,61
— Créditos en moneda extranjera	21,54	20,76	42,30	20,21	13,11	33,32
— Banca privada	5,76	2,34	8,10	5,64	1,48	7,12
— Cajas de ahorros	3,92	2,58	6,50	3,48	1,63	5,11
— Sector exterior	11,86	15,84	27,70	11,09	10,00	21,09
— Totales	572,59	217,73	794,26	736,03	327,97	1.064,00

(*) Excluido endeudamiento cuyas cargas financieras han sido asumidas por el Estado.
Fuente: Gustavo Matías: "El déficit público de 1986 ascendió a 1,83 billones de pesetas, aunque los ingresos aumentaron en un 20 por 100", *El País*, 5 de junio de 1987.

CUADRO N.° 7

INGRESOS Y GASTOS NO FINANCIEROS DEL CONJUNTO DE ADMINISTRACIONES PUBLICAS

	miles de millones de pesetas corrientes				*tasas de crecimiento (porcentajes)*				*porcentajes del PIB*			
	1983	*1984*	*1985*	*1986*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
— Ingresos totales	7.487,0	8.412,6	9.772,1	11.637,2	19,0	—12,6	16,2	19,1	33,7	33,5	34,9	36,4
— Gastos totales	8.680,2	9.938,8	11.816,2	13.658,1	18,4	14,5	18,9	15,6	39,0	39,6	42,3	42,7
— Ajuste: consumo capital fijo	126,6	148,1	170,2	190,9	12,3	17,0	15,0	12,1	0,6	0,6	0,6	0,6
— Déficit	—1.066,6	—1.378,1	—1.873,8	—1.830,0	—1,0	29,2	36,0	—2,3	—4,8	—5,5	—6,7	—5,7
— Intereses	290,4	509,3	990,8	1.318,7		75,4	94,5	33,1	1,3	2,0	3,5	4,1

Fuente: Banco de España, *Informe Anual 1986* e *Informe Anual 1985*, y elaboración propia.

rán costosos proyectos, como pueden ser la creación de televisiones públicas regionales o de institutos regionales de desarrollo y promoción de empresas, la dotación de grandes infraestructuras, etc., en un deseo combinado de rivalizar entre sí en niveles de realizaciones y prestaciones y de autolegitimarse y consolidarse políticamente.

Respecto a los municipios españoles, han confluido una serie de problemas (14) que explican —aunque no siempre justifican— su comportamiento financiero reciente. Si bien algunas de estas dificultades parecen haberse superado, otras, por el contrario, continúan vigentes, y cabe esperar que seguirán presionando hacia niveles de endeudamiento real mayores que los actuales, al menos en términos absolutos.

El endeudamiento por vías ortodoxas de las administraciones públicas españolas es uno de los factores que han contribuido a la elevación de los tipos reales de interés referentes a nuevas operaciones, que han pasado (cuadro n.° 8, parte 1.ª) a ser positivos a partir de 1980 en lo que a deuda del Estado para inversiones ordinarias se refiere (15). Igualmente, y a causa de las interdependen-

CUADRO N.° 8 (parte 1.ª)

TIPOS REALES DE INTERES REFERENTES A NUEVAS OPERACIONES
(Porcentajes)

	1978	*1979*	*1980*	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
— Pagarés del Tesoro. Rendimiento de la emisión a un año	—	—	—	4,7	1,8	3,9	3,5	2,7	—3,5
— Rendimiento interno de la deuda del Estado para inversiones ordinarias	—8,2	—3,4	2,1	3,9	2,2	5,3	5,6	4,7	0,1

Fuente: Cuadro 4.2., página 285, del *Informe Anual 1986. Apéndice Estadístico*, del Banco de España.

CUADRO N.° 8 (parte 2.ª)

AHORRO NACIONAL Y DEFICIT DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS
(En porcentajes del PIB)

	1976	*1977*	*1978*	*1979*	*1980*	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
— Ahorro nacional bruto (1)	21,40	20,80	21,20	20,30	18,80	18,20	17,50	17,60	19,40	20,10	22,20
— Déficit administraciones públicas (2)	0,31	0,60	1,75	1,66	2,62	3,91	5,62	4,80	5,50	6,70	5,70
— (1) - (2)	21,09	20,20	19,45	18,64	16,18	14,29	11,88	12,80	13,90	13,40	16,50
— (2)/(1) en porcentajes	1,45	2,88	8,25	8,18	13,94	21,48	32,11	27,27	28,35	33,33	25,68

Fuente: Elaboración propia a partir de datos contenidos en "La crisis económica española: registro de resultados", Papeles De Economía Española, n.° 27, 1986, y en los *Informes Anuales y Apéndices Estadísticos* de dichos Informes, del Banco de España.

CUADRO N.° 9

EVOLUCION DE LA PRESION FISCAL EN ESPAÑA

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
— Porcentajes de imposición sobre el PIB	25,6	26,8	27,6	27,2	29,1	30,6	31,6	33,0(*)

(*) En 1986 incluye 101,8 miles de millones de pesetas adicionales que el Estado recaudó por cuenta de la CEE.

Fuente: «La crisis económica española: registro de resultados», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.° 27. 1966, e *Informe Anual 1986*, del Banco de España, página 78.

cias del sistema financiero, tal endeudamiento ha encarecido, en términos reales, los recursos que precisan los demás agentes de dicho sistema y ha canalizado hacia inversiones financieras transformadas en gasto público corriente una parte del ahorro nacional, que, de otro modo, podría haberse dirigido hacia inversiones reales necesarias para el desarrollo del país (veánse las relaciones entre ahorro nacional y déficit en la parte 2.ª del cuadro n.° 8). Bajo el doble peso de los réditos más altos y de los mayores volúmenes de pasivos financieros, las cargas por intereses también han evolucionado negativamente al crecer de forma sostenida y significativa en los últimos años (cuadro n.° 7), alcanzando, en 1986, el 4,1 por 100 del PIB. Este *ratio* refleja el tipo impositivo efectivo sobre dicha macromagnitud requerido para el servicio del endeudamiento, ya que, en lo que a la amortización del principal respecta, España, al igual que la mayoría de los países desarrollados, parece obligada, al menos durante un largo período de tiempo, a refinanciar más que a reembolsar su volumen global de endeudamiento público interno, sin perjuicio de la amortización de las diversas emisiones y créditos a medida que éstos vayan venciendo y su renovación o conversión por otros ajustados a las condiciones del mercado financiero, cuya liberalización debería proseguir, reduciéndose la cuantía de

CUADRO N.° 10 (parte 1.ª)

PRECIOS DE CONSUMO

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
— Tasas de variación sobre el mismo período anual anterior	15,7	15,6	14,6	14,4	12,2	11,3	8,8	8,7

Fuente: INE, *Boletín Trimestral de Coyuntura*, noviembre de 1986.

CUADRO N.° 10 (parte 2.ª)

DIFERENCIAS ENTRE LA TASA DE INFLACION ESPAÑOLA Y LAS DE OTRAS AREAS Y PAISES
(Variación sobre doce meses)

	diciembre 1981	diciembre 1982	diciembre 1983	diciembre 1984	diciembre 1985	abril 1986	junio 1986	diciembre 1986
Estados Unidos	6,2	10,0	8,4	5,0	4,3	6,2	7,2	7,2
Alemania	8,3	9,5	9,6	7,0	6,3	8,0	9,1	9,5
Reino Unido	2,9	8,8	6,9	4,4	2,4	4,8	6,4	4,6
Francia	1,2	4,3	2,9	2,3	3,4	5,2	6,6	6,2
Italia	—3,2	—2,2	—0,6	—0,4	—0,8	0,1	1,2	3,6
OCDE (total)	4,5	7,6	6,9	4,1	3,5	5,2	6,4	6,2
OCDE (Europa)	2,5	4,7	4,1	2,1	1,7	3,6	5,0	4,6
Comunidad Europea	2,8	5,5	5,3	3,6	3,1	4,3	5,8	5,5

Fuente: Banco de Bilbao, *Situación*, n.º 3, marzo de 1987.

CUADRO N.° 11

INDICE DE COMPETITIVIDAD INTERNACIONAL DE ESPAÑA
(Valor efectivo real de la peseta)
(julio 1977 = 100)

	1977	*1978*	*1979*	*1980*	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
— Mayor inflación española (1)	6,0	15,2	19,6	23,1	27,6	36,9	45,4	51,7	57,9	67,7
— Apreciación (+) o depreciación (—) de la divisa española	3,2	10,1	13,5	0,8	—4,9	—19,2	—25,8	—23,8	—28,2	—26,1
— Indice de competitividad internacional de España (1)	91,4	78,8	73,6	80,5	82,3	90,4	92,7	86,5	88,2	80,7

(1) Frente al conjunto de países formado por Estados Unidos, Japón, Alemania Federal, Francia, Gran Bretaña, Canadá e Italia.
Fuente: Banco de Bilbao, *Boletín de Comercio Exterior SERVEX*, n.º 1.498, 14 de mayo de 1987.

los fondos que de una u otra forma se encuentran cautivos a favor del sector público si España ha de igualarse progresivamente, y por razones de competencia internacional, a los países vecinos con sistemas financieros no distorsionados por la intervención pública.

Cuando, por el contrario, el endeudamiento público, como ocurrió en los primeros meses de 1987, sigue procedimientos heterodoxos, como el de apelar por parte del Tesoro a los descubiertos en su cuenta con el Banco de España, que posteriormente son consolidados —con el fin de no incurrir en el coste de financiación que el mercado impone—, sus consecuencias son aún más desafortunadas: el control de las magnitudes monetarias se dificulta, se pone en peligro la política antiinflacionista y se perjudica la competitividad comercial española en el contexto internacional.

En la primera mitad de dicho año, y como consecuencia de esta política fácil y barata para el Tesoro de obtención de recursos, y de las importantes entradas de divisas, se incrementó en exceso la base monetaria del país, por lo que el riesgo de inflación inherente a esta situación obligó a las autoridades monetarias a tratar de drenar, con medidas compensadoras, parte de la liquidez adicional del sistema. Estas intervenciones provocaron elevados aumentos de los tipos nominales y reales de interés, los cuales, a su vez, aceleraron la llegada de capitales internacionales a corto plazo o con fines puramente especulativos. Y así, mientras la balanza comercial española presentaba déficit crecientes, las divisas se acumulaban y la peseta tendía a revaluarse, acentuando aún más el desequilibrio de nuestro saldo comercial exterior.

Cualquier tentación de financiación pública heterodoxa debe tener especialmente en cuenta que tanto nuestras condiciones económicas internas (inflación, paro) como externas (crecientes competitividad y dependencia internacionales) no son favorables y, por consiguiente, desaconsejan aquélla. El cuadro n.° 10 muestra las tasas españolas de variación del índice de precios al consumo, que, si bien se han reducido en 1985 y 1986, continúan manteniendo un margen diferencial con los países de nuestro entorno económico que debe eliminarse progresivamente. Y el cuadro n.° 11 expone tanto la mayor inflación española como la evolución del índice de competitividad internacional con respecto al conjunto de países formado por Estados Unidos, Japón, Alemania Federal, Francia, Gran Bretaña, Canadá e Italia. El deterioro constante de nuestra balanza comercial, agudizado en 1977, y el creciente desarme arancelario frente a los demás países comunitarios pueden convertir nuestra competitividad internacional en uno de los mayores problemas de la economía española en el espacio de unos años, lo que obliga desde ahora, sin perjuicio de otras medidas, a rebajar progresivamente nuestra tasa de inflación a la media de nuestros principales competidores, cuando menos.

Y también deberá tenerse presente, por otro lado, que nuestra presión fiscal, que en 1986 se ha situado en un 33,0 por 100 del PIB (cuadro n.° 9), ha crecido unos veinte puntos entre 1970 y 1986, y a un ritmo que prácticamente, y en los últimos diez años, triplica al de la media de los países de la OCDE, evolución que no es posible mantener en el futuro, en el que el incremento de nuestra presión debe proceder, principalmente, de los éxitos en la lucha contra el fraude y en la poda y racionalización de los actuales gastos fiscales. Con lo que los esfuerzos para reducir el déficit público y amortizar el endeudamiento vivo —como una de las causas de aquél a través de las cargas

por los intereses que genera— conducirán finalmente, salvo el supuesto de un crecimiento sensible y sostenido de la renta real por habitante, a la necesidad de moderar muy selectivamente el crecimiento del gasto público en sus diferentes conceptos.

V. ALGUNAS CONCLUSIONES Y PROPUESTAS

1.ª A nivel del Estado en sentido estricto, tanto su endeudamiento ortodoxo (en las condiciones que libremente determina el mercado) como heterodoxo (a través de descubiertos en el Banco de España o imponiendo a los agentes financieros coeficientes obligatorios de deuda pública a remuneración inferior a la de mercado) obedecen al registro crónico de importantes déficit presupuestarios, que a su vez son consecuencia:

a) De que diversos agentes económicos (empresas privadas y públicas, corporaciones locales, comunidades autónomas, sistema de la seguridad social, organismos autónomos, etc.) trasladan, en última instancia, gran parte de sus costes de saneamiento, reconversión, ineficiencias, insuficiencias y, en general, dificultades, errores, problemas y despilfarros al propio Estado, cuyo presupuesto actúa como paraguas protector (aunque no necesariamente equitativo) del sistema económico en general y, con frecuencia, de los protagonistas que de hecho están en posición de ejercer mayores presiones políticas y sociales sobre el gobierno central.

b) De las ineficiencias, disfuncionalidades y defectos internos de la propia Administración del Estado.

c) De los numerosos y, a menudo, poco justificados gastos fiscales con que el sistema tributario español beneficia a quienes saben o pueden obtenerlos y aprovecharlos, aún con las inevitables inequidades horizontales.

d) De las altas cotas de fraude fiscal, que la propia Administración no logra rebajar sustancialmente por falta de medios, decisión y poder político.

e) Del fuerte incremento de los gastos públicos corrientes, derivado de causas diversas tales como la crisis paulatina y natural del sistema de pensiones de la seguridad social, desempleo, sanidad, educación, justicia y otras necesidades sociales deficientemente atendidas, la integración progresiva en las Comunidades Europeas y demás organismos internacionales, la creciente complejidad del funcionamiento de la maquinaria administrativa de un Estado moderno, las mayores cargas por intereses (que autoalimentan los déficit), etcétera.

2.ª A niveles de gobierno inferiores al central, se carece de datos para saber con certeza en qué medida las administraciones públicas aplican los recursos del endeudamiento a fines ortodoxos (inversiones reales para cubrir necesidades prioritarias) o heterodoxos (gasto público corriente o inversiones reales no prioritarias a consecuencia de políticas de imagen). No resulta posible disponer con regularidad, por ahora, de cifras actualizadas, depuradas, desglosdas y homologadas, tanto preventivas como liquidatorias, de muchos de los más de ocho mil municipios españoles existentes, así como de sus empresas y organismos. En algunas de estas administraciones falta, además, personal cualificado para interpretar y aplicar la contabilidad pública y, con frecuencia, se emplean distintos criterios de caja y de devengo aún en las diferentes partidas de un mismo presupuesto.

Tales municipios, junto con las comunidades autónomas, diputaciones, cabildos y demás entes locales, continúan siendo el subsector público más desconocido o cuya información se recibe con mayor retraso del país. Su importancia exige disponer los medios que garanticen la pronta consolidación y publicidad de sus actuaciones económicas.

Las inversiones reales de estos niveles de gobierno deberían obededer a un plan o programa de prioridades aprobado por una mayoría cualificada de la asamblea política de cada administración, que excluyera o redujera la ejecución temporal por razones de electoralismo político y que eliminase toda posibilidad de endeudamiento para financiar gastos públicos corrientes. Los actuales límites legales sobre cargas financieras deben perfeccionarse como garantía de liquidez y norma general de prudencia.

3.ª El gobierno central, al apelar al Banco de España para financiar parte de sus déficit, en lugar de acudir directamente al mercado financiero, si bien puede aliviar las cargas presupuestarias por intereses, origina un alto coste social en la medida en que dicho procedimiento se traduce en un incremento de la base monetaria, que dificulta el control de los activos líquidos en poder del público, lo que provoca tensiones inflacionistas, si tal control resulta ineficaz o laxo, o, alternativamente, elevaciones de los tipos reales de interés, que inhiben la inversión privada y el crecimiento económico, si se recupera la senda deseada de objetivos monetarios.

Aquella práctica debe recha-

zarse, en cualquier caso, por heterodoxa y socialmente perjudicial, sustituyéndose por la de endeudamiento directo y explícito, con los costes que exige el mercado. La carga que éstos suponen ha de servir de contrapeso y moderación al crecimiento del gasto público en general y de determinadas partidas en especial.

Dada la transcendencia de esta cuestión, sería adecuado, en caso necesario, un acuerdo político parlamentario que estableciese límites y normas selectivos sobre los niveles relativos de los diversos tipos de endeudamiento, sin perjuicio de las medidas complementarias encaminadas a reducir el fraude, racionalizar los gastos fiscales, mejorar la rentabilidad social y la transparencia del gasto público y defender al contribuyente contra los efectos de la inflación.

Para el gobierno central, el endeudamiento a medio y largo plazo ha de servir objetivos de estabilización, desarrollo interno o inversiones reales para la prestación de servicios públicos, pero no de sostenimiento crónico de gastos corrientes. Por consiguiente, partiendo de la desfavorable situación presente, se requiere un compromiso y un programa para la paulatina reducción del actual déficit hasta su eliminación en un plazo medio, actuando, con instrumentos específicos, sobre todas y cada una de las causas del mismo a las que se acaba de hacer mención.

Dentro de la rama asignativa, y al igual que en el caso de los niveles subcentrales de gobierno, las inversiones reales del Estado habrían de ajustarse a un plan de prioridades, aprobado por una mayoría cualificada del Parlamento, cuyas realizaciones se repartiesen en el tiempo según criterios de posibilidades y racionalidad económicas, y con independencia de cuál fuese el partido en el poder. Toda operación de endeudamiento debería vincularse explícitamente a la inversión que la motiva para que, en cualquier momento, se conociese la relación entre ambas, impidiéndose que el principio de no afectación de los ingresos, útil para cubrir los gastos corrientes, se transformase en un mecanismo encubridor de ineficiencias y desviaciones. Sería oportuno también estudiar la posibilidad de establecer —por Ley orgánica, por ejemplo— algún límite a las cargas financieras del Estado, similar al que existe para corporaciones locales y comunidades autónomas, que afectase exclusivamente a aquella parte del endeudamiento interno destinada a gastos en inversiones reales para provisión de servicios públicos (y que excluyese el endeudamiento por razones de estabilización o el endeudamiento exterior con fines de desarrollo). Tal restricción a la carga por intereses (supuesta una financiación ortodoxa del Estado) es compatible con los límites sobre los propios niveles de endeudamiento que antes se han sugerido, de manera que tanto aquélla como éstos operarían simultánea e independientemente.

4.ª Las propuestas anteriores no deberían ser en ningún momento un obstáculo para progresar en la reestructuración territorial de la Administración pública española. Si se ha de cumplir satisfactoriamente el título VIII de la Constitución, buscando la solución a problemas históricos, al tiempo que se persigue una mayor eficiencia económica en la prestación de servicios públicos de ámbito inferior al estatal, a través del desarrollo de modelos de federalismo coordinado y cooperativo (hoy en experimentación en gran parte de los países desarrollados con los que se busca la homologación paulatina), habrá de reconocerse explícitamente que la descentralización fiscal, además de un reto económico, es un importante problema político a resolver. En efecto, su solución implica en todo caso que el gobierno central pierda, al menos en términos relativos y dinámicos, parte de su peso actual y, por contra, lo adquieran las autoridades subcentrales. En tanto comunidades autónomas y corporaciones locales no cuenten con medios mayores que los actuales, su débil posición financiera en relación con sus equivalentes europeos les llevará a depender constantemente de la Administración central, sobre la que presionarán como factor permanente de generación de déficit fiscal de ésta. Por otra parte, el análisis de las cifras de activos y pasivos financieros de los niveles subcentrales de gobierno no es muy significativo en sí mismo, en la medida en que parte del déficit real o potencial de estas administraciones no se traduce directamente en aquéllos, sino que se incorpora, implícitamente, como en el caso de otros agentes económicos, al presupuesto del Estado.

5.ª La mayoría de los países de la OCDE y de las Comunidades Europeas registran volúmenes absolutos y relativos de endeudamiento público tan altos, y han de afrontar necesidades (como pensiones públicas) tan importantes, que la amortización o reembolso definitivo de aquél no será factible a medio plazo. Por ello, puede anticiparse una era de endeudamiento público en estos países, que se limitan a refinanciar sus débitos a medida que van venciendo. A todos ellos les preocupa la inflación, que las cargas por intereses autoalimenten los déficit, que los pasivos financieros públicos absorban parte del ahorro in-

terior, que el servicio de la deuda imprima rigidez al gasto público y que, en algunos casos, el endeudamiento pueda quedar fuera de control finalmente. Aunque España no se sitúa todavía en una posición extrema en este contexto internacional, su actual posición no puede aceptarse, y ello porque la generalización de un problema en otros países no justifica que lo toleremos en el nuestro, y porque el ritmo de endeudamiento público español es mayor que el de la OCDE, por lo que, de no adoptarse oportunamente medidas correctoras, podemos vernos igualados a nuestros vecinos más desarrollados no en sus magnitudes socialmente positivas (renta por habitante, niveles tecnológicos, etcétera), sino en algunas de las negativas.

6.ª Sería conveniente concienciar al ciudadano de que:

a) El endeudamiento público acumulado significa que hemos vivido por encima de nuestras posibilidades y que las consecuencias de este comportamiento pasado (inflación, mayores cargas impositivas por intereses, altos réditos reales, menores ritmos de crecimiento de la producción y del empleo, rigidez en la opción presupuestaria del gasto público, etcétera) las hemos sufrido, las padecemos en la actualidad y aún pueden agravarse en el futuro.

b) El actual déficit fiscal implica que, presupuestariamente, continuamos viviendo por encima de nuestras posibilidades e hipotecando nuestro crecimiento futuro, más que por la cuantía de aquél, por su naturaleza heterodoxa, al financiar gastos corrientes derivados de deficiencias estructurales de nuestra economía, y por su elevado ritmo de crecimiento.

c) Los ciudadanos, muchos de los cuales viven bajo la ilusión de que carecen de pasivos financieros, están indirectamente —e, incluso, contra su voluntad— endeudados frente a ellos mismos y sus vecinos.

d) La situación futura podría llegar a ser, en el peor de los casos, de persistir a lo largo del tiempo las tendencias de los últimos años, similar, en cierto modo, desde el punto de vista de las finanzas públicas, aunque con un ritmo de evolución más lento, a la que históricamente han registrado algunos países con ocasión de contiendas internacionales, caracterizada por fuertes volúmenes de endeudamiento público que, finalmente, han desembocado en irremediables y elevadas alzas de precios, modo traumático, y a menudo confiscatorio de repudiar su endeudamiento por parte del Estado.

Aunque estemos lejos de estos extremos, que probable y afortunadamente no se alcanzarán, recordar su existencia puede sernos útil para prevenirlos. Y advertir de estas posibilidades y riesgos no es sólo una cuestión técnica: puede constituir asimismo la única manera de que la sociedad llegue a presionar políticamente lo suficiente para conjurarlos antes de que los perjuicios del sistema económico sean mayores, induciendo a sanearlo a medio plazo.

NOTAS

(1) La opción de endeudamiento entre Estado en sentido estricto, conjunto de administraciones públicas y sector público, cada una de estas alternativas con sus ventajas e inconvenientes, se ha resuelto aquí, de entrada, adoptando el nivel intermedio, es decir, el de las administraciones públicas, porque permite las comparaciones internacionales y por ser compatible con las definiciones de la contabilidad nacional.

(2) Véanse los gráficos de J.C. Chouraqui, B. Jones y R.B. Montador: «La dette publique dans une perspective à moyen terme», *Révue Economique de l'OCDE*, n.°,7, 1986.

(3) Véanse algunas de estas relaciones en Musgrave, R.A., y Musgrave, P. B.: *Public Finance in Theory and Practice*, 4.ª edición, McGraw-Hill Book Company, Nueva York, 1984, capítulo 33.

(4) Para cuestiones y metodología de estas valoraciones, consúltese Ray, A.: *Cost-Benefit Analysis*, The Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1984 (existe traducción al castellano, con el título de *Análisis de Costos-Beneficios*, en Editorial Tecnos, Madrid, 1986).

(5) García de la Riva, A.: «Endeudamiento y carga financiera de las corporaciones locales», ponencia presentada al Seminario sobre la Nueva Era de la Deuda Pública en España, Universidad Internacional «Menéndez Pelayo», Santander, julio de 1987, cuadro n.° 4.

(6) García de la Riva, A.: «Endeudamiento y carga financiera...», ibid, cuadro n.° 3.

(7) Véanse Garrido Sánchez, I.: «La evolución reciente de la deuda pública del Estado», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, número 23, 1985, cuadro n.° 3, y el ya citado García de la Riva, A.: «Endeudamiento y carga financiera...», cuadro n.° 4.

(8) Véanse, entre otros: ACIR, 1981 y 1987; Bennet, 1980 y 1985; Bricall, Castells y Ricart, 1984; Dafflon, 1977; Davis, 1976; y las aportaciones en Ruiz-Huerta y Muñoz, eds., 1986 (en *Rerefencias Bibliográficas* de esta colaboración).

(9) Roig Alonso, M.: «Bases para un nuevo sistema de financiación de los municipios españoles», *Hacienda Pública Española*, n.° 101, 1986.

(10) Los datos del Banco de Crédito Local confirman, en cuanto a las corporaciones locales, el incremento del endeudamiento, entre 1985 y 1986, de un 30 por 100 aproximadamente en términos nominales.

(11) «'Casualmente', unas 150 inauguraciones se realizan en los últimos dos meses antes de las elecciones» en la Comunidad Valenciana, *Las Provincias*, 17 de mayo de 1987.

(12) Tal como puede apreciarse en el cuadro n.° 5 de la ponencia de Andrés García de la Riva, ya citada.

(13) Martínez Robles, E.: «Evolución de los gastos de las entidades locales», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.° 23, 1985.

(14) Roig Alonso, M.: «Bases para un nuevo sistema...», op. cit.

(15) Los pagarés del Tesoro, a causa de su condición de refugio fiscal (únicos activos libres de retenciones a cuenta del IRPF y carentes de transparencia informativa a raíz de la Ley sobre Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros), no constituyen un buen indicador del coste de financiación del mercado.

En 1986, el tipo real de interés (obtenido restando de los correspondientes tipos nominales la tasa de crecimiento anual del deflactor del PIB) de la deuda del Estado para inversiones ordinarias ha pasado a ser prácticamente nulo, aunque este hecho debe considerarse excepcional, ya que en la segunda mitad de 1987 el gobierno parece haber comprendido la necesidad, como mal menor, de que la financiación del déficit se haga de manera ortodoxa, es decir, pagando las tasas reales positivas que el mercado exige.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

ACIR: *Studies in Comparative Federalism, Canada,* (M-127), ACIR Publications Washington, 1981.

— *Studies in Comparative Federalism, West Germany,* (M-128), ACIR Publications Washington, 1981.

— *Studies in Comparative Federalism,Australia,* (M-129), ACIR Publications Washington, 1981.

— *Studies in Comparative Federalism, Australia, Canada, the U.S. and West Germany,* (M-130), ACIR Publications Washington, 1981.

— *Significant Features of Fiscal Federalism 1987,* ACIR publications, Washington 1987.

ARIZTEGUI, J., y FERNÁNDEZ, E.: «Necesidad de financiación, operaciones financieras y coste del pasivo del Estado y del Banco de España», *Boletín Económico* del Banco de España, febrero de 1987.

ARONSON, J. R.: «Un comentario sobre la optimalidad de los límites de la deuda pública local», *Hacienda Pública Española,* n.° 63, 1980.

ATKINSON, A. B., y STIGLITZ, J. E.: *Lectures on Public Economics,* McGraw-Hill Book Company (UK) Limited, Maidenhead. Berkshire, 1980, lectura 8.

BENNET, R. J.: *The Geography of Public Financie,* Methuen and Co., Ltd., Londres, 1980.

— *Intergovernmental Financial Relations in Austria,* Centre for Research on Federal Financial Relations, The Australian National University, Canberra, Research Monograph N.° 39, 1985.

BIRD, R. M.: *Federal Finance in Comparative Perspective,* Canadian Tax Foundation, Toronto, 1986.

BOSKIN, M. J.; FLEMMING, J. S., y GORINI, S. (eds.): *Private Debt and Public Debt,* Basil Blackwell Ltd., Oxford, 1987.

BRETON, A.: «The theory of local government finance and the debt regulation of local government», *Public Finance,* vol 32, 1977.

BRICALL, J. M.; CASTELLS, A., y SICART, F.: *Estado Autonómico y Finanzas Públicas,* Diputació de Barcelona, Barcelona, 1984.

BUCHANAN, J. M., ROWLEY, C. K. y TOLLISON, R. D.: *Deficits,* Basil Blackwell Ltd., Oxford, 1987.

BUCHANAN, J. M.: *Liberty, Market and State* (Political Economy in the 1980s), Wheatsheaf Books Ltd., Harvester Press Publishing Group, Brighton, Sussex, 1986, parte cuarta: «The political economy of debt and deficits».

BURBIDGE, J. B.: «Government debt in an overlapping generations model with gifts and bequests», *American Economic Review,* 73, 1983.

DAFFLON, B.: *Federal finance in Theory and Practice: with Special Reference to Switzerland,* Paul Haupt, Berna, 1977.

DALY, G. C.: «The burden of the debt and future generations in local finance», *Southern Economic Journal,* 36, 1969.

DAVIS, D.G.: *International Comparisons of Tax Structures in Federal and Unitary Countries,,* Research Monograph n.° 16, Centre for Research on Federal Financial Relations, The Australian National University, Canberra, 1976.

DRAZEN, A.: «Government debt, human capital and bequests in a life-cycle model», *Journal of Political Economy,* junio de 1978.

FELDSTEIN, M. S.: «Perceived wealth in banks and social security: a comment», *Journal of Political Economy,* abril de 1976.

FERGUSON, J.M.: *Public Debt and Future Generations,* University of North Carolina Press, Chapel Hill, North Carolina, 1964.

FERNÁNDEZ, E.: «Endeudamiento público: algunos aspectos de su evolución reciente», *Boletín Económico* del Banco de España, noviembre de 1985.

FUNDACIÓN FONDO PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL DE LA CECA: *La Nuera Era de la Deuda Pública en España,* (Ponencias y Comunicaciones), Seminario en colaboración con la UIMP, Santander, julio de 1987.

HEINS, A. J.: «Elements of a theory of local borrowing», *Proceedings of the National Tax Asociation,* 1967.

KORMENDI, R. C.: «Government debt, government spending and private sector behaviour», *American Economic Review,* diciembre de 1983.

KOSKELA, E. y VIREN, M.: «National debt neutrality: some international evidence», *Kyklos,* n.° 4, 1983.

MINISTERIO DE FINANZAS DE LA RFA: *Tasks and Objectives of a New Fiscal Policy: the Limits of Public Indebtedness,* diciembre de 1985.

POGUE, T.: «The effect of debt limits: some new evidence», *National Tax Journal,* vol. 23, 1970.

PRICE, R. W. R., y MULLER, P.: «Indicateurs budgetaires structurels et interprétation de l'orientation de la politique budgétaire des pays de l'OCDE, *Révue Economique de l'OCDE,* n.° 3, otoño de 1984.

ROIG ALONSO, M.: «Bases para un nuevo sistema de financiación de los municipios españoles», *Hacienda Pública Española,* n.° 101, 1986.

RUIZ-HUERTA, J. y MUÑOZ, R. (eds.): *Estado Federal/Estado Regional: la Financiación de las Comunidades Autónomas,* Diputación de Salamanca, 1986.

TOBIN, J.: «The burden of the public debt: a review article», *Journal of Finance,* 20, 1965.

TORMOS ZUBIRIA, I.: «Los componentes cíclico, estructural y discrecional del déficit público», *Hacienda Pública Española,* n.° 99, 1986.

U.S. TREASURY DEPARTMENT: *The Effects of Deficits on the Prices of Financial Assets,* Office of the Assistant Secretary of Economic Policy, Washington, enero de 1964.

VARIOS: *Economic Policy in Theory and Practice,* Assaf Razin and Efraim Sadka (eds.), The Macmillan Press, Ltd., Londres, 1987. Parte una: «The Economics of public debt».

VARIOS: PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n° 10, 1982, n.° 21, 1983, n.° 23, 1985, n.° 24, 1985. *Hacienda Pública Española,* n.° 63, 1980, n.° 88, 1984.

La Deuda Pública, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 1982.

WAGNER, R. E.: «Optimality in local debt limitation», *National Tax Journal,* vol. 23 septiembre de 1970.

WINFREY, J. C.: «La inversión pública y su financiación», *Hacienda Pública Española,* n.° 100, 1986.

DEUDA PUBLICA Y DEFICIT PUBLICO

Victorio VALLE SANCHEZ

CUANDO se analiza el comportamiento de la deuda pública durante la última década en España, dos hechos aparecen con toda rotundidad. El primero de ellos es el fuerte crecimiento experimentado por el endeudamiento del sector público, y el segundo —inducido obviamente por el anterior— es el nivel relativamente alto del endeudamiento público español en relación con la actividad económica global medida por el producto interior bruto.

En efecto, de los datos disponibles, que se contienen en diferentes colaboraciones que aparecen en este mismo número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, se deduce que entre 1977 y 1986 el endeudamiento neto de las administraciones públicas, en términos de PIB, se ha multiplicado por 15, elevando la tasa de endeudamiento sobre dicha magnitud, expresiva del quehacer económico global, a un 30 por 100 aproximadamente. Suele decirse, sin embargo, que en este sentido el comportamiento español no es diferente del seguido por el resto de países que componen nuestro entorno económico, aunque más acentuado y con la connotación importante de que los niveles de ahorro privado en España —y particularmente el ahorro familiar— son comparativamente bajos, ocasionando problemas adicionales derivados de la financiación real de los déficit públicos, tal como ponen de manifiesto los datos del cuadro n.° 1.

El hecho crucial en el crecimiento de la deuda pública española es, sin duda, el paralelo crecimiento del déficit público que la origina. Así, en 1977, el déficit representaba el 0,62 del PIB, mientras que en 1986 esa misma relación ha alcanzado la cota de 5,7, y aún en 1985 llegó al 6,71 por 100 del PIB.

El objeto de este artículo es explorar, como un punto clave de obligada referencia, la relación endeudamiento-déficit. Y me propongo abordarlo considerando sucesivamente cuatro temas distintos, aunque obviamente interrelacionados:

1. La naturaleza estructural del déficit público, que confiere ese mismo carácter estructural al endeudamiento público.

2. La existencia de lo que cabría denominar «tensiones de permanencia» en el déficit, que proyectan la duda razonable sobre la posibilidad a corto plazo de su reducción sensible, condicionando un endeudamiento creciente.

3. El proceso de autoalimentación del desequilibrio en las cuentas públicas, derivado del hecho de que el déficit de cada año supone mayor endeudamiento, lo que implica, a su vez, una carga creciente por intereses que repercute en un mayor déficit de los años futuros.

4. Los problemas relativos a la forma específica de financiación del déficit público.

EL CARACTER ESTRUCTURAL DEL DEFICIT

La naturaleza económica del déficit público es un tema ampliamente polémico. Para algunos, el déficit es un puro reflejo de la situación económica coyuntural que, a través de los mecanismos de estabilización automática que el presupuesto público suele incluir —gastos compensadores e impuestos progresivos—, origina desequilibrios con carácter transitorio, aunque puedan ser prolongados, que se autocorregirán cuando la economía consiga una senda de crecimiento más próxima al potencial productivo que permiten los recursos disponibles. Sin embargo, en los últimos años ha ido adquiriendo cada vez mayor peso la posición de quienes ven en el déficit público un componente *estructural* o permanente, creciente. Esto es, la convicción de que la existencia de gastos sociales en aumento, de gastos públicos comprometidos —independientes de la coyuntura— y la creciente asunción por parte del Estado de los resultados negativos de empresas públicas y privadas, obtenidos más como fruto de la ineficacia que como reflejo de una situación coyuntural difícil, hacen que, aun en el caso hipotético de que la situación económica discurriera por una senda de crecimiento próxima a su potencial productivo, el déficit público habría de tener una vigorosa presencia.

La mayor elasticidad-renta del gasto público, y particularmente del gasto destinado a prestaciones sociales, respecto a la elasticidad de los ingresos públicos, fundamentalmente impositivos, origina un desequilibrio creciente que confiere un carácter permanente al endeudamiento público necesario para equilibrar formalmente las cuentas públicas.

Existen diferentes criterios, no siempre coincidentes, para definir lo que deba entenderse por déficit estructural (1). En el caso de España, se ha realizado una aproxi-

CUADRO N.° 1

DEUDA PUBLICA NETA, DEFICIT PUBLICO Y AHORRO PRIVADO (1985)

	Deuda pública neta en % PIB	*Déficit admin. públicas% PIB*	*Ahorro privado % PIB*	*Ahorro familiar % renta disponible*
Estados Unidos	26,8	3,5	7,9	7,3
Japón	26,5	1,3	13,7	16,0
Alemania	22,1	1,1	7,6	11,4
Francia	16,7	2,6	7,1	8,8
Gran Bretaña	46,9	3,1	9,3	6,7
Italia	81,9	14,0	15,5	18,8
España	27,3	6,7	10,3	8,9

Fuente: OCDE

mación a este tema por J. L. Raymond Bara, quien se plantea el interrogante de determinar cual sería el déficit público si la economía española hubiera seguido una senda hipotética de crecimiento análoga a la que registró en 1978 (año anterior a la segunda crisis del petróleo).

Los supuestos y criterios para un cálculo de esta naturaleza se encuentran descritos con detalle en el trabajo de Raymond (2). Destaquemos entre ellos los siguientes aspectos:

1) El crecimiento «potencial» de la economía se conceptualiza como el crecimiento a una tasa media acumulativa del PIB del 2,4 por 100, es decir, la prolongación de la tasa correspondiente a 1978.

2) Los ingresos públicos se suponen, en su totalidad, relacionados con la evolución de la economía, y la elasticidad respecto al PIB se estima, a partir de un modelo sencillo de regresión dinámica, en 1,16.

3) Por el mismo procedimiento se han estimado las elasticidades respecto al PIB del consumo público (1,17) y de la inversión pública (0,92).

4) Los gastos inherentes al seguro de desempleo se calculan a partir de una estimación del paro para la evolución de la economía descrita como potencial.

5) Los intereses de la deuda pública imputados en el cálculo del déficit estructural son aquella parte de los intereses que corresponde precisamente a la acumulación de déficit estructurales. No se tienen en cuenta los efectos adicionales que el déficit tiene sobre el propio nivel de los tipos de interés.

6) Las subvenciones a empresas se consideran independientes de la situación coyuntural.

Los resultados obtenidos de este ejercicio cuantitativo son los que se recogen en el cuadro número 2 y, como puede observarse, el déficit estructural, determinado de la forma indicada, supone un 68,7 del déficit total durante el período 1980-1986.

Un déficit estructural con un peso tan elevado sobre el nivel de déficit efectivo debe tener tras de sí importantes raíces que dificultan

CUADRO N.° 2

INGRESOS, GASTOS Y DEFICIT PUBLICOS (en porcentaje del PIB)

	Gastos públicos	*Ingresos públicos*	*Déficit público*	*Deficit estructural*	*4/5.100*
1977	27,3	26,7	0,62	0,62	100,0
1978	29,1	27,3	1,75	1,75	100,0
1979	30,3	28,6	1,66	1,36	81,9
1980	32,5	29,9	2,62	2,60	99,2
1981	35,3	31,4	3,91	2,91	74,4
1982	37,2	31,6	5,62	4,22	75,1
1983	38,5	33,7	4,80	3,30	68,8
1984	39,0	33,5	5,49	3,89	70,9
1985	41,7	35,0	6,71	4,91	73,2
1986	42,0	36,3	5,70	3,90	68,4

CUADRO N.° 3

RECAUDACION IMPOSITIVA
(en porcentaje del PIB)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Tráfico de empresas	1,94	2,24	2,61	2,93	3,46	3,61
Consumos específicos	3,17	3,19	3,33	3,76	3,79	3,95
Renta	4,75	4,92	4,54	5,30	5,74	5,88
Sociedades	1,23	1,20	1,26	1,41	1,37	1,55
Patrimonio	0,12	0,09	0,10	0,08	0,09	0,09

cualquier intento de reducción drástica del desequilibrio financiero público. Cuatro aspectos merecen un especial comentario:

1. El gran crecimiento experimentado por las prestaciones sociales, que en 1974 suponían el 8,57 por 100 del PIB y en 1986 el 14,6 por 100. Una evolución que tiene en su base tanto determinantes de carácter político-social como defectos estructurales de nuestra economía de difícil solución a corto plazo, condicionando la pervivencia de los déficit estructurales. Así, las rigideces del mercado de trabajo condicionan la existencia de un paro estructural de cierta magnitud; el envejecimiento de la población sustenta el gasto público en pensiones y la amplitud y deficiente gestión de la seguridad social impulsan el crecimiento de gastos relacionados con sus prestaciones entre las que destacan las sanitarias.

2. Las subvenciones a empresas públicas y privadas, cuyo crecimiento entre 1974 y 1986 ha sido espectacular: del 2,01 del PIB al 6,6 por 100. Una evolución que, a veces, se trata de racionalizar como el simple reflejo de una situación coyuntural baja en la economía, pero que si se analiza más profundamente, muestra su auténtica naturaleza estructural como reflejo de unas pérdidas de explotación derivadas de la mala gestión de las empresas y de la inviabilidad económica del proyecto que entrañan.

3. El crecimiento de la carga por intereses, que ha pasado de representar el 0,71 del PIB en 1974 al 4,1 en 1986, como fruto de la propia acumulación del déficit precedente y de la elevación de los tipos de interés.

4. La existencia de rigideces fiscales que, pese al crecimiento de la presión impositiva en los últimos años, han abierto en el pasado —y aún, en buena medida, continúan haciéndolo— una brecha a la financiación del gasto público. Destaquemos, entre estos elementos de rigidez, los siguientes:

CUADRO N.° 4

ESTRUCTURA DE LA IMPOSICION POR GRUPOS
ESPAÑA, CEE, OCDE (porcentajes)

	Productos, rentas y patrimonio				*Bienes y servicios*				*Cotización seguridad social*			
			OCDE				*OCDE*				*OCDE*	
Años	*España*	*CEE*	*Europa*	*Total*	*España*	*CEE*	*Europa*	*Total*	*España*	*CEE*	*Europa*	*Total*
1965	30,90	37,17	39,67	44,25	40,84	37,99	39,03	37,15	28,26	24,39	20,80	18,18
1970	26,72	38,20	40,00	45,02	35,87	36,20	37,13	34,80	37,41	25,24	22,46	19,81
1975	28,35	40,06	41,02	45,78	24,16	31,44	31,76	30,11	47,49	28,09	26,77	23,72
1980	30,53	41,06	42,04	46,56	20,69	30,62	30,70	29,19	48,55	27,80	26,75	23,79
1985	30,80	38,40	41,10	45,50	26,40	31,40	31,80	30,10	41,50	29,70	26,60	24,00

• El retraso en la implantación del IVA, que ha obligado a la Administración a prescindir, durante unos años clave en el crecimiento del gasto, de esta importante palanca recaudatoria.

• El elevado fraude en el impuesto sobre la renta, fruto, en buena medida, de su propia complejidad y de su injusta inadecuación a la inflación.

• La pérdida recaudatoria que supone la proliferación de incentivos, bonificaciones y reducciones fiscales —especialmente en el impuesto de sociedades— con dudosa efectividad sobre los determinantes de la actividad económica para cuyo estímulo están legalmente diseñados.

• La práctica inexistencia de un impuesto ordinario sobre el patrimonio neto que, además de aportar unos recursos financieros, sirva de cierre obligado al cuadro de imposición directa en España.

El cuadro n.° 3 permite apreciar la importancia relativa de la recaudación de algunas partidas impositivas seleccionadas en el período 1980-85, y el cuadro n.° 4 ofrece, para dicho período, una breve panorámica de nuestro alejamiento respecto al patrón de comportamiento tributario medio de los países de nuestro entorno económico.

Este repaso nos permite obtener dos conclusiones de interés. La primera de ellas es la existencia de factores que otorgan un carácter permanente y básico a una parte sustancial del déficit público español y, por tanto, al subsiguiente proceso de endeudamiento. La segunda es el carácter general —no estrictamente financiero— de las raíces del déficit, que obliga, para su erradicación, a un planteamiento amplio de política económica general y no sólo de la hacienda pública. Plantear el déficit público como un problema de estricto alcance presupuestario sólo conduce a una visión miope de la realidad o a un trucaje más o menos afortunado de los datos, pero nunca a una reducción real del déficit estructural, que llama a contribución a parcelas muy amplias y dispares de la política económica y social española.

LAS TENSIONES DE PERMANENCIA EN EL DEFICIT PUBLICO

Referir el carácter estructural del déficit público del pasado y describir sus principales raíces equivale a destacar la pervivencia de altas tasas de endeudamiento público, en tanto no se aborden las

CUADRO N.° 5

INGRESOS Y GASTOS DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS
(Porcentaje sobre el PIB)

		1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
1.	*Ingresos corrientes*	29,7	31,2	31,4	33,4	33,2	34,6	35,9
	Impuestos sobre producción e importación	6,6	7,3	7,8	8,5	9,0	9,7	11,1
	Imposición sobre renta y patrimonio	7,0	7,2	6,8	7,9	8,3	8,5	8,4
	Cotizaciones sociales	13,1	13,4	13,4	13,7	13,1	12,1	12,9
	Otros ingresos	3,0	3,3	3,4	3,3	2,8	3,3	3,5
2.	*Ingresos de capital*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5
3.	*Total ingresos (1 + 2)*	29,9	31,4	31,6	33,6	33,5	34,9	36,4
4.	*Transferencias corrientes*	16,3	17,6	18,1	18,8	19,0	19,1	18,8
	Prestaciones sociales	12,7	14,1	14,1	14,6	14,4	14,9	14,6
	Subvenciones a empresas	2,1	2,0	2,5	2,6	3,0	2,4	2,0
	Transferencias corrientes diversas	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,8	2,2
5.	*Intereses pagados*	0,7	0,8	1,0	1,3	2,0	3,5	4,1
6.	*Transferencias de capital*	1,5	1,9	2,2	2,2	1,8	2,3	2,4
7.	*Total transferencias (4 + 5 + 6)*	18,5	20,3	21,3	22,3	22,8	24,9	25,3
8.	*Disponible (3-7)*	11,4	11,1	10,3	11,3	10,7	10,0	11,1
9.	*Demanda final*	14,0	15,0	15,9	16,1	16,2	16,7	16,8
	Consumo público	12,2	12,7	12,8	13,3	13,2	13,2	13,4
	Inversión pública	1,8	2,3	3,1	2,8	3,0	3,5	3,4
10.	*Déficit público (8-9)*	2,6	3,9	5,6	4,8	5,5	6,7	5,7

Fuente: Informe anual del Banco de España, 1986 y elaboración propia.

CUADRO N.° 6

ADMINISTRACIONES PUBLICAS
ESTRUCTURA DEL GASTO PUBLICO (DISTRIBUCION FUNCIONAL)
(porcentaje sobre el gasto público total)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
1. BIENES PUBLICOS	23,29	23,77	23,90	24,26	24,47	23,96	23,19	23,14
• Defensa nacional	5,98	6,01	5,46	5,64	5,80	5,98	5,74	5,47
• Servicios generales	17,31	17,76	18,44	18,62	18,67	17,98	17,45	17,67
2. GASTOS REDISTRIBUCION DE RENTA Y RIQUEZA	56,99	55,28	54,85	51,76	50,66	50,40	49,52	48,52
• PRESTACIONES SOCIALES	31,82	31,88	33,38	32,40	31,81	32,19	31,90	31,44
— Pensiones	22,01	21,22	21,58	20,83	21,17	21,79	20,86	20,75
— Desempleo	5,40	6,78	7,81	7,01	6,49	6,28	6,92	6,81
— Otras prestaciones	4,41	3,88	3,99	4,56	4,15	4,12	4,12	3,88
• BIENES PREFERENTES	25,17	23,40	21,47	19,36	18,85	18,21	17,62	17,08
— Educación	12,04	11,23	9,77	8,57	8,56	8,48	8,29	8,18
— Sanidad	11,02	9,84	9,20	8,49	8,21	7,93	7,82	7,69
— Vivienda	2,11	2,33	2,50	2,30	2,08	1,80	1,51	1,21
3. GASTOS DE INTERVENCION DEL ESTADO EN LA ECONOMIA	19,72	20,95	21,25	23,98	24,87	25,64	27,29	28,34
• SERVICIOS ECONOMICOS	17,70	18,61	19,13	21,50	21,41	19,95	18,78	18,55
— Inversiones	4,74	4,19	4,66	6,59	6,48	4,32	5,78	5,45
— Subvenciones	5,55	5,60	4,91	6,28	7,04	7,39	5,55	4,64
— Transferencias	7,41	8,82	9,56	8,63	7,89	8,24	7,45	8,46
• INTERESES DEUDA PUBLICA	2,02	2,34	2,12	2,48	3,46	5,69	8,51	9,79

soluciones de los problemas que están en su base. Es obvio que mientras no se acometa con decisión la tarea, tantas veces pendiente, de reformar la seguridad social, o de mejorar la eficacia de las empresas públicas, por citar dos claros ejemplos, el déficit persistirá.

Es importante destacar, adicionalmente, la existencia de otras tensiones dinámicas que alimentan la permanencia del déficit desde la propia entraña o constitución del presupuesto público.

Haré particularmente referencia a dos cuestiones que considero fundamentales: la presión que desencadena la estructura del gasto público y la que se deriva de la diversidad de niveles de la hacienda española.

El cuadro n.° 5 permite apreciar la evolución de ingresos y gastos no financieros de las administraciones públicas en el período 1980-1986, y de su análisis cabe extraer cinco conclusiones fundamentales:

1. El ascenso escalonado de la proporción de los ingresos públicos respecto del PIB, con dos hitos de particular interés: el año 1983 y los dos últimos de la serie considerada (1985 y 1986). En ambos casos se produce un incremento de la presión fiscal —por ingresos impositivos corrientes—, aunque con diverso origen, toda vez que el crecimiento de 1983 es debido a la variación positiva de los impuestos sobre rentas y patrimonios, mientras que en 1985 y 1986 el protagonismo corresponde a la imposición sobre bienes y servicios.

2. El alto nivel que, del total ingresos públicos, representan las transferencias corrientes (entre el 50 y el 55 por 100 en todo el período).

3. El vertiginoso crecimiento del pago por intereses, lo que hace que el total de transferencias pagadas, que representaba ya en 1980 el 62 por 100 de los ingresos públicos, alcance en 1986 un 70 por 100 de dicha magnitud.

4. Una clara tendencia decreciente en la disponibilidad de recursos para gastos en bienes y servicios finales (consumo e inversión), lo que obviamente quiere decir que los crecimientos de la presión fiscal no se han canalizado hacia la prestación de más servicios públicos o a mejorar su calidad. Esta tendencia sólo presenta las excepciones de 1983 y 1986, años en los que los crecimientos fiscales sí repercutieron parcial-

CUADRO N.° 7

ADMINISTRACIONES PUBLICAS
DISTRIBUCION FUNCIONAL DEL GASTO PUBLICO (porcentaje del PIB)

	1980	1983	1986
1. *BIENES PUBLICOS*	7,8	9,4	9,7
• Defensa nacional	2,0	2,2	2,3
• Servicios generales (1)	5,8	7,2	7,4
2. *GASTOS Y REDISTRIBUCION DE RENTA Y RIQUEZA*	18,2	19,5	20,4
• GASTOS SOCIALES	10,5	12,3	13,2
— Pensiones	7,0	8,2	8,7
— Desempleo	2,2	2,5	2,9
— Otras prestaciones (2)	1,3	1,6	1,6
• BIENES PREFERENTES	7,7	7,2	7,2
— Educación	3,7	3,3	3,5
— Sanidad	3,2	3,1	3,2
— Vivienda	0,8	0,8	0,5
3. *GASTOS DE INTERVENCION DEL ESTADO EN LA ECONOMIA*	6,9	9,6	11,9
• SERVICIOS ECONOMICOS	6,1	8,3	7,8
— Inversiones	1,4	2,5	2,3
— Subvenciones	1,8	2,7	1,9
— Transferencias	2,9	3,1	3,6
• INTERESES DEUDA PUBLICA	0,8	1,3	4,1
GASTO TOTAL	32,9	38,5	12,0

(1) Gastos de la Administración de Justicia, Orden Público y Servicios Públicos Administrativos.
(2) Ayuda familiar y Asistencia Social
Fuente: Elaboración propia FUNDACION FIES, a partir de los datos de Contabilidad Nacional de España (INE). *Informe* Anual del Banco de España y Actuación Económica y Financiera de las AAPP (Intervención General de la Administración del Estado).

mente en un aumento en la disponibilidad para gastos finales.

5. Como consecuencia de los puntos anteriores, se obtienen dos hechos significativos.

El primero de ellos es obvio: el carácter creciente y persistente del déficit público.

El segundo es la inevitable compresión que han debido experimentar los gastos finales de las administraciones públicas, perdiendo peso relativo sobre el gasto total.

Este hecho tiene una extraordinaria importancia, por dos motivos interrelacionados. El primero es, lógicamente, lo que implica de pérdida relativa en la cantidad y calidad de los servicios públicos tradicionales, los cuales, desde Adam Smith hasta nuestros días, se supone que constituyen la pieza central de la justificación de la actividad económica del Estado. Pero, en segundo lugar, es obvio que esa insatisfactoria cobertura de las necesidades sociales es un factor que presiona continuamente al alza sobre el gasto público, en un intento continuado de recuperar el nivel de prestación deteriorada, y a cuya aspiración es y será muy difícil negarse por quienes gestionan las diferentes administraciones públicas por su lógica interna y comparativa y por la impopularidad que cualquier negativa en este terreno comporta, al afectar a servicios cuyo nivel de prestación se percibe de forma directa por los ciudadanos. A esta tensión derivada del deficiente consumo público, que apunta, salvo medidas difíciles de instrumentar a corto plazo, hacia un robustecimiento de los déficit en el futuro, habría que añadir la necesidad que el crecimiento potencial de la economía tiene de un proceso de inversión pública adecuado, cuya evolución cuantitativa también se ha visto afectada por la tendencia reductora sobre la disponibilidad del gasto final de las administraciones públicas, en beneficio de un crecimiento excesivo de los gastos de transferencia.

El cuadro n.° 6 es un intento de cuantificar la estructura funcional del gasto de las administraciones públicas ofreciendo un panorama de la degradación relativa de las funciones tradicionales, expresando el gasto correspondiente a cada función como porcentaje del gasto público total. Sin embargo, el fuerte crecimiento de la fracción del gasto total destinada al pago de los intereses de la deuda pública (que casi se quintuplica entre 1979 y 1986) desvirtúa un tanto la significación de las cifras del cuadro n.° 6. Para hacer más expresivo su significado, el cuadro n.° 7 contiene la evolución para los años 1980, 1983 y 1986 de los gastos en las distintas funciones en términos de porcentajes del PIB.

El repaso de esas cifras nos permite apreciar los siguientes hechos, entre 1980 y 1986:

1. El importante crecimiento (3,3 puntos del PIB) de los intereses pagados por las administraciones públicas.

2. El crecimiento también im-

CUADRO N.° 8

CAPACIDAD O NECESIDAD DE FINANCIACION
Participación relativa de los diferentes subsectores
(porcentajes)

	1980	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
Estado	— 96,1	— 73,7	—103,0	— 100,7	— 100,9	— 88,5	— 89,2
Organismos autónomos	+ 1,0	—	+ 0,8	+ 2,7	+ 2,1	+ 2,3	+ 1,2
Seguridad social	— 4,6	— 23,6	+ 13,9	+ 2,1	— 0,1	— 6,1	— 3,4
Comunidades autónomas	+ 1,0	— 0,6	— 3,2	— 4,4	— 4,6	— 5,3	— 4,5
Corporaciones locales	— 1,3	— 2,1	— 8,2	+ 0,3	+ 3,5	— 2,4	— 4,1
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

portante (2,7 puntos del PIB) de los gastos sociales.

3. El crecimiento moderado de los gastos en servicios generales.

4. El ligero incremento, en términos del PIB, de los gastos de inversión productiva.

5. El puro mantenimiento o retroceso, en términos del PIB, de los gastos en defensa, educación, sanidad y vivienda.

Hay, por tanto, con base en esta evolución, razones para creer que el deterioro en la prestación de servicios públicos básicos —lo que el cuadro muestra cuantitativamente conecta muy bien con la apreciación reiteradamente manifestada por los ciudadanos a través de encuestas y otros medios de explorar el sentimiento de los receptores de servicios públicos— será un estímulo permanente hacia el aumento del gasto y hacia la generación de mayores déficit en el futuro.

En este mismo orden de ideas de lo que se ha denominado tensiones de permanencia, hay que situar el impulso a potenciar el déficit que parece aportar la estructura en diferentes niveles de la hacienda pública española. Es bien cierto, tal como los datos del cuadro n.° 8 muestran, que la mayor parte del déficit de las administraciones públicas es responsabilidad de la Administración central del Estado. Sin embargo, es también significativo que, al margen de los organismos autónomos, cuyo peso específico es de poca entidad, el resto de los subsectores que componen las administraciones públicas arrojan saldos negativos en sus cuentas públicas, y algunos, como las comunidades autónomas, con fuerte dinámica de crecimiento.

De todas formas, como el lector ya habrá advertido, la separación entre subsectores dentro de la Administración pública tiene un valor más contable que económico, toda vez que el Estado, en su Presupuesto, ha asumido con harta frecuencia deudas originadas en otros subsectores, tal es el caso de las liquidaciones de deudas de corporaciones locales o las aportaciones crecientes del Estado a la seguridad social, sin olvidar la asunción por parte del Estado de deudas de las empresas públicas. Elementos de tensión que pueden acentuar el déficit futuro consolidado de las administraciones públicas.

LA AUTOALIMENTACION DEL DEFICIT

En páginas anteriores ya se ha hecho referencia al crecimiento

CUADRO N.° 9

DEFICIT NO FINANCIERO DE LAS AA.PP. Y PAGOS POR INTERESES
(porcentaje PIB)

	1980	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
1. Déficit no financiero de las administraciones públicas	1,9	3,5	3,5	3,2	1,6
2. Intereses pagados	0,7	1,3	2,0	3,5	4,1
3. Déficit total (1 + 2)	2,6	4,8	5,5	6,7	5,7
4. % 2 sobre 3	26,9	27,0	36,4	52,2	71,9

CUADRO N.° 10

ESTRUCTURA DE PASIVOS FINANCIEROS POR PRESTAMISTAS (ADMINISTRACIONES PUBLICAS)
(porcentajes)

	1970	1975	1980	1983	1986
1. Banco de España	9,0	17,7	32,0	41,5	15,7
2. Sistema bancario	64,0	55,6	38,5	27,0	59,4
3. Otras instituciones financieras	12,8	14,9	14,3	17,0	5,9
4. Empresas no financieras y familias	7,8	7,1	10,1	15,1	14,8
5. Sector exterior	5,2	4,2	4,8	7,5	3,2
6. Administraciones públicas	1,2	0,5	0,3	1,9	1,0
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

del gasto de intereses pagados por las administraciones públicas y su peso relativo en el déficit total. Los datos del cuadro n.° 9 pueden situar mejor las bases de esa evolución.

Estos datos muestran con toda claridad la creciente contribución de los intereses del endeudamiento público al déficit, autoalimentando el desequilibrio público. No podía ser de otra manera, toda vez que los déficit permanentes generan un círculo vicioso: mayores déficit generan mayores niveles de endeudamiento y, dentro de la evolución que cabe esperar en los tipos de interés, esto implica mayor déficit en el futuro.

Puesto que en este mismo número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se contienen varias colaboraciones sobre este aspecto, no insistiremos en él, limitándonos a dejar constancia de que la dimensión del déficit público en España, junto con el nivel de los tipos de interés y las tasas de crecimiento de la economía que cabe esperar, puede desembocar en situaciones de explosividad que impedirían permanentemente alcanzar el equilibrio de las cuentas públicas. En todo caso, sin necesidad de hipótesis complejas, es obvio que la magnitud de la carga por intereses reclama reducciones muy drásticas —para no aumentar el déficit total— del desequilibrio no financiero del sector público.

La conclusión de cuanto hasta aquí se ha expuesto apunta con toda rotundidad al hecho de que el *déficit público* estructural, autoalimentado y con tensiones de permanencia, de la economía española, no es esencialmente un problema *financiero,* sino *real* y, aunque reclama una mayor eficacia en el uso de los recursos del sector público, diseña, ante todo, una compleja agenda de trabajo para la política económica general encaminada a corregir los desequilibrios básicos de la economía, en los que el déficit encuentra su raíz y asienta su permanencia.

LA FINANCIACION DEL DEFICIT PUBLICO

Con independencia del efecto obvio y directo de la existencia de déficit públicos elevados y persistentes por el endeudamiento público, la presencia de tales desequilibrios constituye un importante elemento negativo —si no el más importante— desde la perspectiva de las políticas de ajuste necesarias para contribuir a la superación de la crisis económica y acelerar el crecimiento estable y el nivel de empleo. El déficit crea indudables problemas que son inherentes al desequilibrio público en sí mismo, con independencia de la forma en que éste se financie. Sin embargo, cabe poca duda de que una inadecuada financiación amplifica esos problemas y genera algunos adicionales. No tiene, por ello, nada de sorprendente que en nuestro país, y en otros muchos, la discusión sobre las alternativas de financiación del déficit haya concitado la atención de diversos autores.

En general, existe el convencimiento de que, por razones de disciplina financiera del sector público, y para facilitar una mejor instrumentación de la política monetaria, es preferible un sistema de financiación que trate de colocar la deuda pública entre tenedores particulares, frente a la alternativa más cómoda —pero no menos costosa— de apelar al Banco de España (3). Una adecuada política de endeudamiento exige

diseñar convenientemente las emisiones, sus condiciones y calendario para ajustarse a las necesidades del mercado, dentro de una práctica de emisiones continuadas y regulares que permita ajustar el comportamiento de los demás agentes económicos.

El recurso al banco emisor es un camino que propicia el relajamiento en la disciplina que debe presidir la política del gasto público y sustrae al control presupuestario el coste financiero explícito del endeudamiento.

En España, tal como reflejan las cifras de los cuadros n.os 10, 11 y 12, la financiación del déficit tiene algunas características peculiares, tanto en lo que se refiere a los prestamistas como a los instrumentos de financiación utilizados. Cinco rasgos básicos cabe destacar a partir de los datos disponibles sobre la financiación del déficit público:

1. Entre 1970 y 1983 más del 70 por 100 de los pasivos financieros de las administraciones públicas estaban en poder del Banco de España y del sistema bancario, apreciándose además una clara dinámica ascendente de la participación del Banco de España y una reducción relativa de la de bancos y cajas de ahorros.

A partir de 1983 se produce un cambio sustancial en esta estructura de la financiación de los pasivos públicos, con una fuerte reducción de la financiación neta por el Banco de España —pasa del 41,5 por 100 en 1983 al 15,7 por 100 en 1986— y un simultáneo crecimiento del peso del sistema bancario por la vía de la suscripción obligada de pagarés del Tesoro, que en 1986 llega a representar el 59,4 por 100 del total de pasivos financieros.

2. La participación en la financiación pública por parte de las familias y las empresas no financieras ha ido creciendo en forma continuada a lo largo del período 1970-86, y especialmente a partir de 1983, duplicando el porcentaje de la misma desde el 7,8 en 1970 al 14,8 en 1986.

3. En todo el período, la participación de la financiación exterior se mantiene en términos relativamente modestos, en torno a un 5 por 100 como promedio.

4. Respecto a los instrumentos financieros utilizados por el Estado, el hecho más significativo que muestran las cifras del cuadro número 10 es el ascenso desde

CUADRO N.° 11

DETALLE DE LOS PASIVOS DEL ESTADO POR INSTRUMENTOS
(Miles de millones y porcentajes)

	1975		1976		1977		1978		1979		1980		1981	
1. Efectivo y depósitos	20,6	3,0	29,9	3,6	26,1	2,4	30,0	2,2	39,6	2,3	47,5	2,0	58,6	1,9
2. Títulos mercado monetario	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	30,0	1,0
3. Títulos renta fija negociable	124,4	18,0	116,9	14,0	129,4	11,6	161,8	11,9	249,2	14,3	316,8	13,7	403,1	12,8
4. Títulos renta fija no negociable	347,8	50,2	464,7	55,6	561,0	50,5	686,1	50,6	838,1	48,0	970,4	41,8	1.092,6	34,8
5. Créditos	37,3	5,4	76,2	9,1	199,7	17,9	151,5	11,2	143,7	8,2	149,7	6,5	235,2	7,5
6. Recurso al Banco España	134,2	19,4	60,7	9,7	138,3	12,4	279,1	20,6	437,9	25,1	814,9	35,1	1.293,6	41,3
7. Otros	28,0	4,0	66,5	8,0	57,9	5,2	46,6	3,5	36,6	2,1	21,5	0,9	23,1	0,7
TOTAL	692,3	100,0	834,9	100,0	1.112,4	100,0	1.355,1	100,0	1.745,1	100,0	2.320,8	100,0	3.136,2	100,0

	1982		1983		1984		1985		1986	
1. Efectivo y depósitos	74,5	1,6	110,7	1,6	125,7	1,4	143,3	1,2	154,5	1,1
2. Títulos mercado monetario	115,0	2,4	1.310,0	19,5	3.675,4	39,5	5.100,3	43,8	5.962,8	43,9
3. Títulos renta fija negociable	630,3	13,4	729,7	10,9	827,6	8,9	1.124,5	9,7	2.977,2	21,9
4. Títulos renta fija no negociable	1.220,7	26,0	1.352,0	20,1	1.963,3	21,1	2.055,4	17,7	2.033,4	15,0
5. Créditos	399,8	8,5	706,0	10,5	877,3	9,4	948,3	8,1	770,7	5,7
6. Recurso al Banco España	2.160,5	46,0	2.295,6	34,2	1.637,0	17,6	2.079,1	17,9	1.472,5	10,8
7. Otros	101,1	2,1	217,2	3,2	202,7	2,1	188,7	1,6	217,0	1,6
TOTAL	4.701,9	100,0	6.721,2	100,0	9.309,0	100,0	11.639,6	100,0	13.588,1	100,0

CUADRO N.° 12

PASIVOS FINANCIEROS DE LAS ADMINISTRACIONES TERRITORIALES POR PRESTAMISTAS
(Miles de millones y porcentajes)

	1970		1975		1980		1983		1986	
1. Banco de España	0,2	0,5	0,1	0,1	0,2	—	0,5	0,05	0,2	—
2. Banca	2,5	6,4	1,0	1,1	1,8	0,5	62,0	8,2	168,7	13,3
3. Cajas de Ahorros	1,7	4,3	10,5	11,4	63,3	17,0	273,9	36,1	465,6	36,8
4. Crédito oficial	32,3	82,3	76,9	83,3	299,8	80,5	367,5	48,5	510,9	40,3
5. Otras instituciones financieras	0,2	0,5	0,2	0,2	1,1	0,3	10,5	1,4	19,6	1,6
6. Empresas y familias	2,0	5,0	2,5	2,7	4,8	1,3	18,1	2,4	81,6	6,4
7. Exterior	—	—	—	—	—	—	25,1	3,3	19,9	1,6
8. Administraciones públicas	0,4	1,1	1,1	1,2	1,4	0,4	0,4	0,05	0,2	—
	39,3	100,0	92,3	100,0	372,4	100,0	758,0	100,0	1.266,8	100,0

1983 de la importancia relativa de los títulos del mercado monetario que, en 1986, llegan a suponer un 44 por 100 de los pasivos financieros del Estado.

La evolución de la participación relativa de los títulos de renta fija negociables refleja las diferentes vicisitudes seguidas por la política de endeudamiento público: decrece entre 1975 y 1979, aumenta en 1979, vuelve a reducirse en el período 1979-1984, para crecer finalmente en 1985 y 1986.

Los títulos no negociables —básicamente cédulas para inversiones— muestran un continuado descenso en su participación, que ha llegado a alcanzar cotas superiores al 55 por 100 (en 1976).

5. Respecto a las administraciones territoriales, se distinguen con nitidez dos etapas. Hasta 1980 su financiación fue prácticamente monopolio de la banca oficial, con ascenso continuado de la participación de las cajas de ahorros. Desde 1980 se produce una caída relativa en la financiación por el crédito oficial y un importante crecimiento del papel del sistema bancario, con predominio de las cajas de ahorros.

Los rasgos sobre la evolución de los pasivos financieros de las administraciones públicas que acaban de exponerse distan de ser brillantes, y muestran con claridad cómo una financiación inadecuada añade a los problemas que el déficit puede acarrear a la economía otros de naturaleza financiera.

CUADRO N.° 13

DETALLE DE LOS PASIVOS DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS Y BANCO DE ESPAÑA EN EL SISTEMA BANCARIO
(Miles de millones y porcentajes)

	1982		1983		1984		1985		1986	
1. Coeficientes	2.531,1	48,3	3.000,0	39,0	7.073,5	63,0	7.294,4	54,8	7.691,0	47,0
Caja y dep. oblig.	1.309,8		1.804,5		3.256,7		3.583,1		3.844,8	
Pagarés del Tesoro	—		—		2.024,4		1.835,3		1.955,5	
Cédulas I. y Rumasa	1.221,3		1.195,5		1.792,4		1.876,0		1.890,7	
2. Deuda fuera coeficiente	1.856,8	35,4	3.315,9	43,1	2.194,1	19,5	4.155,5	31,2	6.666,3	40,8
A corto	1.090,6		2.455,8		1.203,1		2.817,2		3.579,4	
A medio y largo	766,2		860,1		991,0		1.338,3		3.086,9	
3. Otros	852,7	16,3	1.373,0	17,9	1.956,6	17,5	1.862,7	14,0	1.992,8	12,2
Total	5.240,6	100,0	7.688,9	100,0	11.224,2	100,0	13.312,6	100,0	16.350,1	100,0

CUADRO N.° 14

ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PUBLICO CON EL BANCO DE ESPAÑA
(Miles de millones de pesetas)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987 (septiembre)
ENDEUDAMIENTO TOTAL	1.197,2	1.781,9	2.604,8	3.560,9	2.631,6	3.156,4	2.715,5	3.428,2
I. *Créditos a las administraciones públicas*	825,3	1.373,4	2.176,4	2.316,0	1.660,4	2.175,5	1.578,0	1.158,8
1. Créditos al Tesoro	119,0	800,6	1.334,4	2.154,0	2.498,5	3.105,8	3.718,3	4.338,6
2. Saldo cuentas Tesoro en Banco de España (1-2)	— 695,9	— 493,1	— 826,1	— 141,5	861,5	1.026,7	2.245,8	3.221,5
3. Recurso neto del Tesoro al Banco de España	814,9	1.293,6	2.160,5	2.295,6	1.637,0	2.079,1	1.472,5	1.117,1
4. Títulos de organismos internacionales	9,6	12,8	15,9	20,4	23,4	26,4	55,5	41,7
5. TOTAL CREDITO AL ESTADO (3 + 4)	824,5	1.306,4	2.176,4	2.316,0	1.660,4	2.105,5	1.528,0	1.158,8
6. Seguridad Social	0,8	67,0	—	—	—	70,0	50,0	—
II. *Créditos a organismos públicos*	189,5	213,1	195,8	220,1	203,8	224,6	227,5	256,5
1. FORPPA	167,4	190,7	184,5	216,5	188,1	224,6	210,5	212,5
2. CAT, SENPA y otros	—	—	—	—	4,0	—	—	—
3. INI	22,1	22,4	11,3	3,6	—	—	—	—
4. Consorcio de Compensación de Seguros	—	—	—	—	11,7	—	17,0	24,0
III. *Créditos a Empresas Públicas*	34,2	37,3	52,2	55,7	49,8	46,6	38,3	36,3
1. Empresas INI	0,3	0,2	0,1	—	—	—	—	—
2. Empresas INH	—	—	11,0	8,9	5,9	2,5	—	—
3. RENFE	21,7	20,3	21,6	20,6	16,3	13,6	13,5	11,5
4. Tabacalera	8,3	13,3	16,0	22,9	24,3	27,2	21,5	21,5
5. Otros	3,9	3,5	3,5	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
IV *Cartera de fondos públicos del Banco de España*	148,2	158,0	180,3	969,1	717,6	713,8	871,7	1.976,6
1. Pagarés y letras del Tesoro	—	0,3	2,9	708,6	447,9	447,8	427,9	1.138,3
2. Títulos de renta fija del Estado, negociables	4,8	4,8	17,2	42,6	40,9	37,3	256,1	701,2
3. Cédulas para inversiones	66,7	79,1	99,4	156,5	170,9	179,4	142,4	92,9
4. Deuda de corporaciones locales .	0,2	0,5	0,4	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2
5. Títulos de empresas públicas ...	68,8	65,1	51,2	49,2	44,6	35,7	31,3	27,0
6. Títulos públicos en moneda extranjera	7,7	8,3	9,3	11,7	13,0	13,3	13,8	17,0

Así, la excesiva apelación del sector público al Banco de España, en el marco de una política monetaria rigurosa, dificulta el control de los agregados monetarios, obligando a ocasionales contracciones de los activos de caja del sistema bancario para compensar la actuación monetaria expansiva de las administraciones públicas.

La ausencia de una política adecuadamente programada de emisiones de deuda pública a medio y largo plazo —al menos hasta 1983— ha impedido una mayor participación de las empresas no financieras, y del público en general, en la financiación del déficit.

Digamos, finalmente, que la fuerte colocación de títulos públicos —fundamentalmente del mercado monetario— en las instituciones financieras a través de coeficientes de inversión obligatoria, como muestran las cifras del cuadro número 13, dificulta el avance en el necesario proceso de liberalización del sistema financiero.

EL RECURSO DEL SECTOR PUBLICO AL BANCO DE ESPAÑA

Un comentario adicional merece el recurso del sector público al Banco de España, sobre cuya importancia relativa se ha insistido en el apartado anterior.

Tanto el artículo 20 del DL 18/1962, de nacionalización y reorganización del Banco de España, como la Ley General Presupuestaria de 1977 prevén y autorizan —consagrando prácticas anteriores— la apelación del Tesoro al Banco de España. Tal recurso al banco emisor tiene, en todo caso, la conceptualización de «anticipos», en el sentido de operaciones financieras sin interés, con carácter transitorio, para cubrir desfases de tesorería y que, por lo tanto, en la intencionalidad legal, deben quedar saldados en el curso del ejercicio económico que abarca el Presupuesto del Estado.

Por otra parte, tales anticipos tienen un límite, establecido en el 12 por 100 del volumen total del gasto público aprobado. Este límite es sin duda amplio, si se compara con la experiencia disponible en los países de la Comunidad Europea: en Francia, Holanda y Suiza se establecen límites cuantitativos —no proporcionales— de menor entidad; en Gran Bretaña los anticipos están prohibidos, aunque el Banco de Inglaterra mantiene una cartera de cierta importancia de títulos públicos, igual que ocurre en Bélgica y Japón; en Alemania el límite es del 5 por 100 del gasto público y existe además un tope cuantitativo, debiendo respetarse el menor de los dos.

Sólo en Italia está autorizada la realización de anticipos en una proporción superior a la de España —un 14 por 100—, si bien están estrictamente reservados al Tesoro público, y no participan de ellos otros organismos ni empresas públicas.

Hasta 1980 la concesión de los mencionados anticipos del Banco de España al Tesoro permitió atender en forma suficiente a las necesidades transitorias de tesorería. A partir de 1980, sin embargo, la dimensión creciente del déficit público condujo a una apelación cuantiosa del Estado al Banco de España, que no fue saldada al término de cada ejercicio. Las leyes de presupuestos de cada año procedieron a consolidar el saldo negativo resultante para el Tesoro en iguales condiciones de gratuidad y sin fijación de plazo de amortización, desnaturalizando así el carácter de anticipo transitorio con el que las leyes han previsto el recurso al Banco de España.

El cuadro n.° 14 ofrece una panorámica de la dimensión y evolución del endeudamiento del sector público con el Banco de España por diversos conceptos y, en su primera parte, recoge la importancia del recurso del Tesoro y otras administraciones públicas al crédito del banco emisor.

En estos últimos años, además, la apelación del Tesoro al Banco de España se ha visto incrementada como fruto de leyes o disposiciones especiales tales como: la Ley 3/1983 que regularizó anticipos del Banco al Tesoro, sin interés, pero fijando —a diferencia de otros años— un plazo de amortización de 40 años a partir de 1984. El RDL 1/1984 (convalidado por la Ley 35/1984), que concedió un crédito extraordinario para cubrir las insuficiencias presupuestarias correspondientes a los servicios transferidos a la Generalidad de Cataluña. El medio de financiación sería el crédito del Banco de España, sin interés pero amortizable en cinco años. Análoga finalidad y condiciones —para las comunidades autónomas de Galicia, Andalucía, Asturias y Cantabria— tiene la cuenta especial creada por el RDL 3/84 (convalidado por la Ley 1/1985).

Existen otras disposiciones legales que implican crédito del Banco de España al Tesoro por cuantías diversas, entre las que destacaremos, por su singularidad, la establecida por la Ley 35/1985, de 6 de noviembre, que consolidó parcialmente los anticipos realizados por el Banco para cubrir la diferencia de cambio en las amortizaciones de deudas exteriores de los concesionarios de autopistas de peaje, cuyo seguro de cambio es responsabilidad del Estado, según lo establecido en la Ley 8/1972, de 10 de marzo.

En España, sin embargo, la apelación del sector público al banco emisor no es una prerrogativa exclusiva del Tesoro. El estado, mediante Ley, puede autorizar créditos del Banco de España a organismos públicos y empresas nacionales por un plazo no superior a 18 meses, de acuerdo con el artículo 21 de la citada Ley de Nacionalización y Reorganización del Banco de España de 1962.

Este mecanismo se ha utilizado con amplitud y proliferación, con la particularidad de que se han producido reiterados incumplimientos en los plazos de amortización.

A estos créditos habría que añadir el importe de las cuotas y participaciones en organismos internacionales, que en España, a diferencia de los restantes países, realiza el Banco de España en lugar del Tesoro, que es, en la mayoría de los casos, el auténtico partícipe en dichos organismos.

Es obvio que tan abultada cifra de recurso público al Banco de España ha estado en la base de la actuación restrictiva de liquidez que el Banco ha debido practicar en los últimos años. Primero fueron los certificados de depósitos del Banco de España, después los CRM, desde abril de 1982 los pagarés del Tesoro y, finalmente, las letras del Tesoro.

El panorama completo del endeudamiento del sector público con el banco emisor obligaría a computar la cartera de títulos públicos en poder del Banco, tal como hace el cuadro n.° 14.

Dicho cuadro ofrece una cuantificación del endeudamiento total del sector público con el Banco de España entre 1980 y septiembre de 1987 (últimos datos disponibles). Puede apreciarse un crecimiento continuo del crédito del Banco al Tesoro, tanto por la vía de anticipos como por la de su posterior consolidación. Sin embargo, a partir de 1984 es necesario reducir dicho crédito en el saldo de la cuenta del Tesoro en el Banco de España, que mantiene una dinámica igualmente creciente como fruto del resultado de la colocación de títulos del mercado monetario. Por el contrario, a la hora de computar el endeudamiento total es preciso incrementar las cuentas de crédito con el importe —cuantitativamente importante a partir de 1983— de los títulos públicos en poder del Banco de España. De esta forma, el endeudamiento neto del sector público con el Banco era, a finales de 1986, de 2,7 billones de pesetas.

En los nueve primeros meses de 1987 ese volumen de endeudamiento se cifraba en 3,4 billones de pesetas. No obstante, esta cifra no es válida para ofrecer una visión extrapolable al conjunto del año 1987, toda vez que es fruto de la importante apelación del Tesoro al Banco de España en el primer trimestre, y aún no recoge, sin embargo, los efectos plenos de la activa política de emisiones públicas de los últimos meses.

No es extraño que las relaciones financieras entre el sector público y el Banco de España vengan suscitando, fundamentalmente desde la propia autoridad monetaria, la petición de una nueva normativa que restablezca la disciplina de los anticipos al Tesoro como medio de cubrir desfases de tesorería, y no como crédito permanente, a la vez que evite la subvención encubierta que el crédito privilegiado a organismos y empresas públicas supone.

NOTAS

(1) Vid, por ejemplo, P. Muller y R.V.C. Price: *Deficit Presupuestarios Estructurales y orientación de la Política Presupuestaria*, OCDE, 1984.

(2) Vid. J. L. Raymond Bara: «El saldo del presupuesto coyuntural y estructural en España», Papeles de Economía Española, n.° 23, 1985, págs. 28 y siguientes.

(3) Vid. R. Ortega, «El déficit público y su financiación», en *Hacienda Pública Española*, n.° 88, 1984, págs. 23 y ss., para una amplia discusión de las ventajas e inconvenientes de las distintas alternativas de financiación del déficit público.

COLABORACIONES

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

INTRODUCCION

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

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

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

Más formalmente, considérese la siguiente idéntidad contable:

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

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

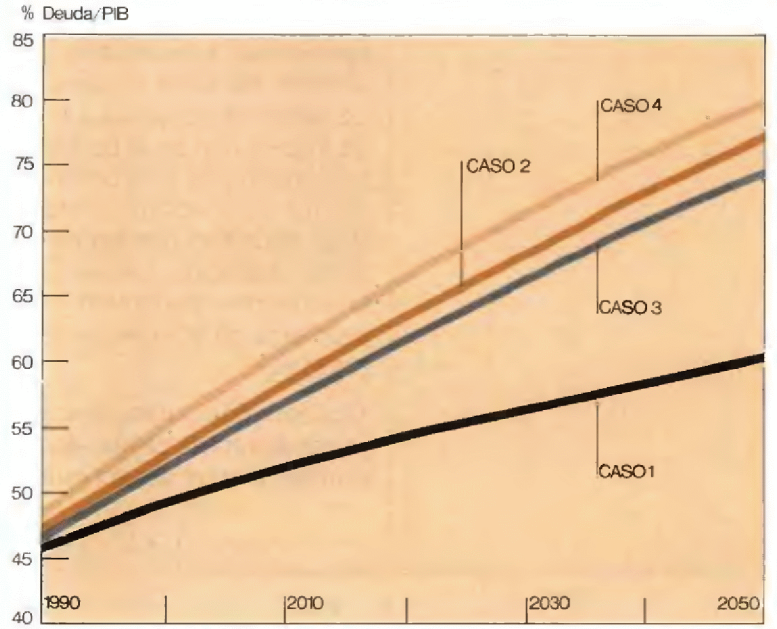
$$M_t = m.\,Y_t \qquad [2]$$

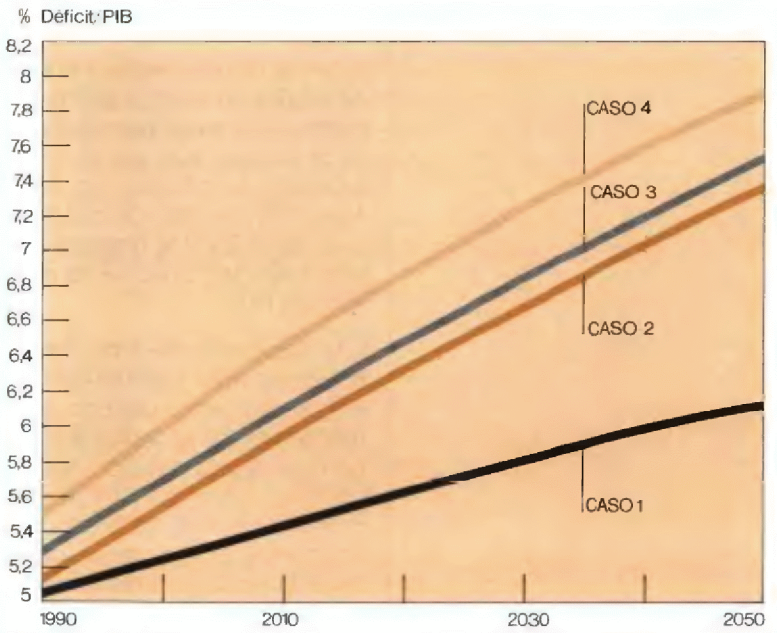
con facilidad se obtiene:

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

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

SIMULACIONES ALTERNATIVAS





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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

EVOLUCION A MEDIO PLAZO DE LA DEUDA PUBLICA

Rafael REPULLO

1. INTRODUCCION (*)

ESTE trabajo tiene como objetivo fundamental formular un modelo de simulación del comportamiento a medio plazo de la deuda pública en relación con el PIB en España. Siguiendo a una buena parte de la literatura sobre este tema, en este trabajo se utiliza un modelo enormemente sencillo. Básicamente, sólo introducimos la restricción presupuestaria de las administraciones públicas que liga los déficit presupuestarios corrientes con aumentos en el *stock* de deuda pública.

Así pues, se trata de un ejercicio bastante limitado, que toma como variables exógenas tanto las tasas de inflación como las tasas de crecimiento de la renta real. Por supuesto que estas variables están afectadas por los déficit presupuestarios, y que en un modelo más complejo habría que hacerlas endógenas. Sin embargo, no está claro que una mayor complejidad suponga una modificación sustancial de los resultados aquí presentados, por los siguientes motivos.

Por lo que respecta a la tasa de inflación, el supuesto implícito es que ésta viene determinada por la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero, controlada por el Banco de España. De este modo, si introducimos una relación entre base monetaria, cantidad de dinero y precios, podríamos justificar las tasas de inflación postuladas exógenamente por medio de una determinada senda de política monetaria.

En cuanto a las tasas de crecimiento de la renta real, es cierto que, al menos a corto plazo, deberían verse afectadas positivamente por los déficit presupuestarios. Sin embargo, en un análisis de medio plazo, hay que tener en cuenta los efectos adversos del *crowding out* sobre la inversión y, por tanto, sobre la tasa de crecimiento de la renta real. En resumen, parece difícil concluir *a priori* si existe o no una ganancia neta, por lo que la solución adoptada en este trabajo parece, en una primera aproximación, razonable.

Debe señalarse, por último, que el papel del déficit como variable clave del modelo no implica que sea la variable de política fiscal más relevante. En concreto, las magnitudes absolutas de ingresos y gastos públicos, así como su estructura, son, qué duda cabe, tanto o más importantes que la diferencia entre ingresos y gastos para evaluar los efectos de la política fiscal sobre el conjunto de la economía.

2. EVOLUCION RECIENTE DE LA DEUDA NETA EN ESPAÑA

Antes de analizar el posible comportamiento a medio plazo del endeudamiento de las administraciones públicas en España, es ilustrativo considerar lo que ha sucedido en los últimos diez años. Para ello, hemos calculado una serie de «deuda neta» del ente Administraciones Públicas-Banco de España por diferencia entre los pasivos y los activos financieros de este ente consolidado. Debe señalarse, sin embargo, que de los activos financieros de las administraciones públicas se han eliminado aquellos que pueden considerarse «ficticios», como las contrapartidas de las deudas asumidas del INI, los créditos a RUMASA y otras partidas menores. Como se puede ver en el cuadro número 1, la consolidación de los balances de las administraciones públicas y del Banco de España no afecta prácticamente a la magnitud del endeudamiento neto, aunque resulta fundamental para evaluar de forma más transparente el coste del mismo. Así, al consolidar desaparece el recurso y los títulos emitidos por las administraciones públicas en la cartera del Banco de España, quedando la base monetaria (efectivo en manos del público más activos de caja del sistema bancario) como uno de los pasivos financieros del ente consolidado.

La evolución de la relación deuda neta-PIB que se representa en el gráfico 1 es realmente impresionante. En los últimos diez años la deuda neta en España ha pasado de suponer el 1,6 por 100 del PIB a representar el 32,2 por 100 del PIB. Además, el aumento medio entre 1980 y 1985 ha sido de 4,6 puntos porcentuales por año, lo que explica las importantes tensiones que han afectado en estos años a los mercados monetarios y financieros.

La cuestión que se plantea es, pues, clara. Dadas unas sendas, más o menos plausibles, de evolución del déficit de las administraciones públicas en el futuro inmediato, ¿es de esperar una continuación de este comportamiento explosivo?, o ¿vamos hacia

CUADRO N.° 1

BALANCE AA. PP. (31-12-86)
(Billones de pesetas)

Efectivo y depósitos	1,26	Moneda metálica	0,14
Títulos renta variable (-cont. deuda asum.)	0,36	Títulos mercado monetario	5,96
Créditos (—Rumasa y otros)	2,72	(en cartera B. E. 0,43)	
Otros	0,59	Títulos renta fija	5,38
		(en cartera B. E. 0,40)	
AA. FF. no ficticios	4,93	Créditos	3,41
		(recurso 1,47)	
		Otros	0,44
DEUDA NETA AA. PP.	10,40	PP. FF.	15,33

BALANCE B. E. (31-12-86)
(Billones de pesetas)

Oro y divisas	1,93	Billetes	2,26
Fondos Públicos	0,83	Activos de caja sistema bancario	3,78
(títulos mercado monetario 0,43)		Otros	0,38
(títulos renta fija 0,40)			
Créditos	3,29		
(recurso 1,47)			
Otros	0,43		
AA. FF.	6,48	PP. FF.	6,42

BALANCE CONSOLIDADO AA. PP.-B. E. (31-12-86)
(Billones de pesetas)

Activos sobre sector exterior	1,94	Efectivo en manos público	2,40
Activos sobre sector privado	7,17	Activos de caja sistema bancario	3,78
		Títulos mercado monetario	5,53
AA. FF. no ficticios	9,11	Títulos renta fija	4,98
		Créditos	1,94
		Otros	0,82
DEUDA NETA ENTE CONSOLIDADO	10,34	PP. FF.	19,45

una moderación en las tasas de crecimiento de la deuda neta de las administraciones públicas? Antes de responder a estas cuestiones, en la siguiente sección formulamos el modelo que se utiliza más adelante en los ejercicios de simulación.

3. LA ARITMETICA DEL DEFICIT

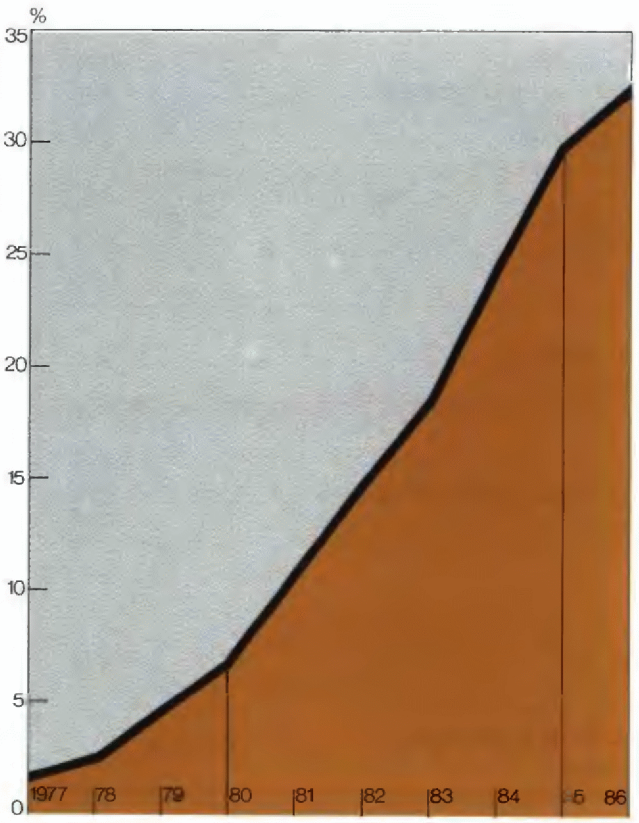
Supongamos que en cada período t las administraciones públicas tienen un déficit total D_t, resultante de un volumen de gastos —excluyendo cargas financieras— G_t, unas cargas financieras $i_{t-1} B_{t-1}$, donde i_{t-1} es el tipo de interés medio de la deuda viva al final del período t–1, B_{t-1}, y una recaudación impositiva T_t. El déficit se financia mediante emisiones de deuda —que incluye a la base monetaria— de modo que tenemos:

$$B_t - B_{t-1} = G_t + i_{t-1} B_{t-1} - T_t = D_t \qquad [1]$$

Dividiendo esta identidad por el valor del PIB nominal $P_t Y_t$ resulta:

$$b_t - \frac{B_{t-1}}{P_t Y_t} = d_t \qquad [2]$$

GRAFICO 1
DEUDA NETA ADMINISTRACIONES PUBLICAS-PIB



donde b_t es el valor de la deuda en relación con el PIB y d_t es el déficit en relación con el PIB. Suponiendo, por simplicidad, que tanto P_t como Y_t son exógenos, creciendo a las tasas π_t y n_t, respectivamente, tenemos:

$$P_t = (1 + \pi_t)\, P_{t-1} \qquad [3]$$

$$Y_t = (1 + n_t)\, Y_{t-1} \qquad [4]$$

Finalmente, sustituyendo [3] y [4] en [2] resulta la expresión:

$$b_t - b_{t-1} = d_t - \left[1 - \frac{1}{(1 + \pi_t)(1 + n_t)} \right] b_{t-1} \qquad [5]$$

Así pues, la ecuación [5] explica el aumento de la deuda en relación con el PIB por la diferencia entre el déficit total en relación con el PIB y un término que recoge la disminución del valor de la deuda en relación con el PIB como consecuencia del crecimiento del PIB nominal. Para hacerse una idea de la importancia cuantitativa de este término puede notarse que es aproximadamente igual a la tasa de crecimiento del PIB nominal multiplicada por b_{t-1}.

El aumento de la relación deuda-PIB puede asimismo explicarse en términos del déficit primario (esto es, neto de cargas financieras) en relación con el PIB. Definiendo:

$$D'_t = G_t - T_t = D_t - i_{t-1}\, B_{t-1} \qquad [6]$$

y dividiendo por el valor del PIB nominal tenemos:

$$d'_t = d_t - \frac{i_{t-1} b_{t-1}}{(1 + \pi_t)(1 + n_t)} \qquad [7]$$

Sustituyendo [7] en [5] resulta la expresión:

$$b_t - b_{t-1} = d'_t + \frac{r_{t-1} - n_t}{(1 + n_t)}\, b_{t-1} \qquad [8]$$

donde r_{t-1} es el tipo de interés real de la deuda viva al final del período t–1, definido por la ecuación:

$$1 + r_{t-1} = \frac{1 + i_{t-1}}{1 + \pi_t} \qquad [9]$$

Es decir, el aumento de la deuda en relación con el PIB es igual al déficit primario si, y sólo si, el tipo de interés real de la deuda es igual a la tasa de crecimiento del PIB real. Por otro lado, si r_{t-1} es mayor que n_t, como por ejemplo cuando se sigue una política monetaria restrictiva para reducir la inflación, el aumento de la relación deuda-PIB será mayor que el déficit primario (y viceversa).

Con el fin de analizar el comportamiento a medio y largo plazo de la relación deuda-PIB, es preciso especificar la senda de política fiscal seguida. En este trabajo supondremos que dicha senda viene dada en términos del déficit total en relación con el PIB, d_t. Suponiendo, para simplificar, que $d_t = d$, $\pi_t = \pi$ y $n_t = n$ para todo t, la ecuación [5] se transforma en:

$$b_t = \frac{b_{t-1}}{(1 + \pi)(1 + n)} + d \qquad [10]$$

Así pues, la relación deuda-PIB sigue una ecuación en diferencias de primer orden, que converge al valor de equilibrio:

$$b^* = \left[\frac{(1 + \pi)(1 + n)}{\pi + n + \pi n} \right] d \qquad [11]$$

A partir de este resultado se pueden hacer una serie de consideraciones sobre el comportamiento a medio y largo plazo de la relación deuda-PIB. En primer lugar, es importante subrayar que si el déficit total (esto es, incluyendo cargas financieras) en relación con el PIB se mantiene constante, el comportamiento de la deuda en relación con el PIB no es nunca explosivo, sino que converge al valor de equilibrio b^*. En segundo lugar, debe notarse que este valor puede ser increíblemente alto. Por ejemplo, si el déficit representa el 10 por 100 del PIB, la tasa de inflación es del 3 por 100 y la tasa de crecimiento del PIB real del 2 por 100, el nivel de deuda a largo plazo sería 2,08 veces el PIB. Por último, debe señalarse que la convergencia al valor de equilibrio b^* es relativamente lenta. Por ejemplo, si la tasa de inflación es del 3 por 100 y la tasa de crecimiento del PIB real del 2 por 100, se tardan 24 años en recorrer el 70 por 100 de la distancia entre un valor inicial cualquiera de la relación deuda-PIB y el de equilibrio a largo plazo.

4. SIMULACIONES

En esta sección utilizamos el modelo presentado anteriormente para simular la evolución a medio plazo de la relación deuda neta-PIB en España. Para ello, vamos a considerar una serie de escenarios, más o menos plausibles, que difieren en el grado y el ritmo de reducción del déficit presupuestario de las administraciones públicas desde el nivel que se espera alcanzar en 1987.

En estas simulaciones tomaremos como variables predeterminadas las tasas de inflación, las tasas de crecimiento del PIB real y la serie de déficit en relación con el PIB. Estos valores se sustituyen en la ecuación [5] para obtener la senda resultante de deuda neta en relación con el PIB.

Aunque en estas simulaciones se toma como variable predeterminada la relación déficit-PIB, y no la relación déficit primario-PIB, resulta importante para la evaluación de los distintos escenarios tener una idea de la evolución del déficit primario, para lo cual utilizaremos la ecuación [7]. Debe señalarse, sin embargo, que la utilización de esta ecuación exige un supuesto sobre el comportamiento futuro de los tipos de interés de la deuda neta, comportamiento que resulta extremadamente difícil de predecir. Por este motivo, la senda de déficit primarios en relación con el PIB que se obtiene de nuestras simulaciones debe tomarse con enormes grados de cautela.

Para dichas simulaciones se toma como punto de partida la relación deuda neta-PIB a 31 de diciembre de 1986 que hemos calculado en la sección 2. En cuanto a los valores iniciales de las variables π_t, n_t, d_t e i_{t-1}, tomamos los esperados para 1987, que son una tasa de inflación (medida por el deflactor del PIB) del 5,5 por 100, una tasa de crecimiento del PIB real del 4,1 por 100, un déficit en relación con el PIB del 4,8 por 100 y un tipo de interés nominal de la deuda neta del 10 por 100.

Con respecto al tipo de interés de la deuda neta, que puede sorprender por su magnitud, debe notarse que se obtiene simplemente dividiendo el coste esperado en 1987 del endeudamiento neto por la deuda neta a final de 1986. A su vez, el coste del endeudamiento neto se calcula restando los intereses pagados por las administraciones públicas de los intereses, dividendos y otras rentas recibidas, que incluyen los beneficios del Banco de España. De esta forma, se recoge la diferencia entre el coste de los pasivos financieros del consolidado Administraciones Públicas-Banco de España y la rentabilidad de los activos financieros de este ente consolidado. Es obvio que la reducida rentabilidad de una parte de los activos financieros de las administraciones públicas se traduce en una elevación del coste, en términos porcentuales, de la deuda neta.

A continuación se presentan los resultados obtenidos en las simulaciones.

Simulación 1

Se supone que tanto el déficit en relación con el PIB como la tasa de inflación se reducen gradualmente hasta estabilizarse en un 3 y un 4 por 100, respectivamente. La tasa de crecimiento del PIB real se reduce a un 3 por 100 a partir de 1989. Por último, se supone que los tipos de interés descienden con una gran inercia hasta el 6 por 100. Así pues, se postulan los siguientes valores para las variables predeterminadas:

	π_t	n_t	d_t	i_{t-1}
1987	5,5	4,1	4,8	10,0
1988	4,5	3,5	4,0	10,0
1989	4,0	3,0	3,5	9,0
1990	4,0	3,0	3,0	8,0
1991	4,0	3,0	3,0	7,5
1992	4,0	3,0	3,0	7,0
1993	4,0	3,0	3,0	6,5
1994 y ss.	4,0	3,0	3,0	6,0

Los resultados obtenidos se representan en el gráfico 2 (línea negra), donde se puede ver que la relación deuda neta-PIB crece de forma sostenida hasta situarse en un 40,3 por 100 en 1997. En cuanto a la evolución del déficit primario en relación con el PIB, éste disminuye hasta el 0,3 por 100 en 1990 (debido a la reducción de la relación déficit-PIB), para después aumentar hasta el 0,8 por 100 en 1994 (debido a la disminución de los tipos de interés) y, posteriormente, estabilizarse alrededor de dicho valor. El nivel de equilibrio a largo plazo de la relación deuda neta-PIB, dado por la ecuación [11], se sitúa en el 45,1 por 100.

Simulación 2

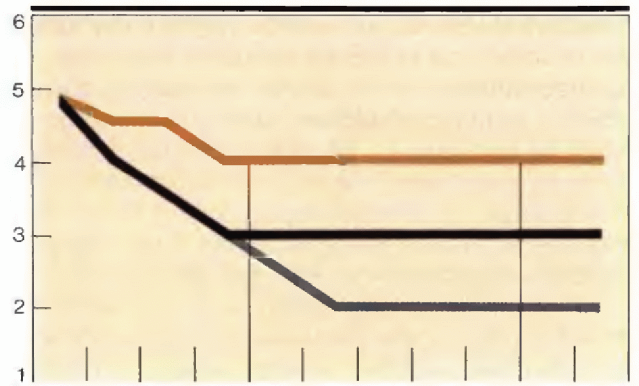
La única diferencia con la simulación 1 está en el comportamiento de la relación déficit-PIB, que se estabiliza en el 4 por 100 en vez de en el 3 por 100. Así pues, en esta simulación se toman los siguientes valores para las variables predeterminadas:

	π_t	n_t	d_t	i_{t-1}
1987	5,5	4,1	4,8	10,0
1988	4,5	3,5	4,5	10,0
1989	4,0	3,0	4,5	9,0
1990	4,0	3,0	4,0	8,0
1991	4,0	3,0	4,0	7,5
1992	4,0	3,0	4,0	7,0
1993	4,0	3,0	4,0	6,5
1994 y ss.	4,0	3,0	4,0	6,0

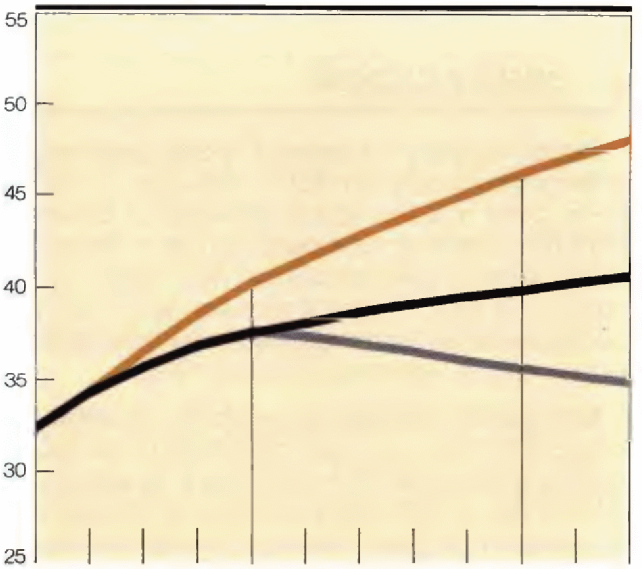
Los resultados obtenidos se representan en el gráfico 2 (línea en color), en el que se puede ver que la relación deuda neta-PIB crece de forma notable hasta situarse en un 47,5 por 100 en 1997, con aumentos especialmente importantes en los tres primeros años. En cuanto a la evolución del déficit primario en relación con el PIB, éste se comporta de forma irregular hasta 1990, para después aumentar hasta el 1,6 por 100 en 1994 (debido a la disminución de los tipos de interés) y, posteriormente, disminuir lentamente hasta el 1,4 por 100 en 1997 (debido a los efectos sobre la carga de intereses ocasionados por la acumulación de deuda pública). El nivel de equilibrio a largo plazo de la relación deuda neta-PIB alcanza, en esta simulación, el 60,2 por 100.

GRAFICO 2

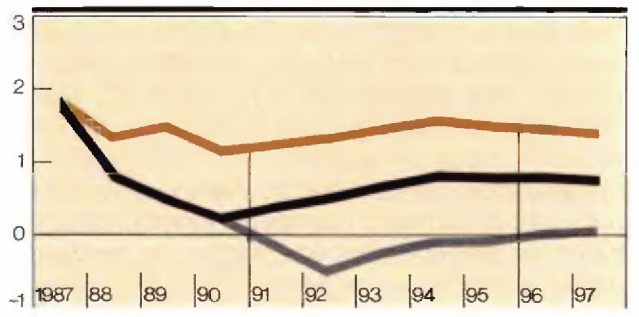
DEFICIT AA.PP.-PIB



DEUDA NETA AA.PP.-PIB



DEFICIT PRIMARIO AA.PP.-PIB



Simulación 3

La única diferencia con las simulaciones 1 y 2 está en el comportamiento de la relación déficit-PIB, que se estabiliza en el 2 por 100 en vez de en el 3 y 4 por 100, respectivamente. Así pues, en esta simulación se toman los siguientes valores para las variables predeterminadas:

	π_t	n_t	d_t	i_{t-1}
1987	5,5	4,1	4,8	10,0
1988	4,5	3,5	4,0	10,0
1989	4,0	3,0	3,5	9,0
1990	4,0	3,0	3,0	8,0
1991	4,0	3,0	2,5	7,5
1992	4,0	3,0	2,0	7,0
1993	4,0	3,0	2,0	6,5
1994 y ss.	4,0	3,0	2,0	6,0

Los resultados obtenidos se representan en el gráfico 2 (línea gris), en el que se puede ver que la relación deuda neta-PIB crece hasta situarse en un 37,3 por 100 en 1991, para después disminuir hasta el 34,9 por 100 en 1997. Por lo que respecta a la evolución del déficit primario en relación con el PIB, éste disminuye hasta el – 0,4 por 100 en 1992 (debido a la reducción de la relación déficit-PIB), para luego aumentar hasta el 0 por 100 en 1997 (debido, en un primer momento, a la disminución de los tipos de interés y, después, a la reducción de la carga de intereses ocasionada por la caída de la relación deuda-PIB). El nivel de equilibrio a largo plazo de la relación deuda neta-PIB se sitúa, en este caso, en el 30,1 por 100.

Finalmente, es interesante señalar que los resultados de este ejercicio de simulación pueden también interpretarse «de abajo hacia arriba», esto es, tomando como variable predeterminada las sendas del déficit primario en relación con el PIB representadas en la parte inferior del gráfico 2. En este caso, y para los tipos de interés postulados, obtendríamos la evolución de la deuda neta y del déficit total en relación con el PIB que se representa en el gráfico 2.

Como conclusión de todas estas simulaciones, podemos establecer que si la tasa de crecimiento de la economía española se mantiene a medio plazo alrededor del 3 por 100 y la tasa de inflación alrededor del 4 por 100, una política fiscal que desee estabilizar la relación deuda-PIB ha de reducir el déficit total en relación con el PIB hasta, al menos, el 3 por 100, lo que lleva asociada una relación déficit primario-PIB inferior al 1 por 100. En cualquier caso, la discusión de si éste es un objetivo deseable para la política fiscal excede, con mucho, las pretensiones de este trabajo.

NOTA

(*) Este trabajo está basado parcialmente en un artículo publicado en el *Boletín Económico* del Banco de España de diciembre de 1986. Agradezco las conversaciones mantenidas con José Marín sobre algunas de las cuestiones abordadas en este trabajo.

DEFICIT PUBLICO Y POLITICA MONETARIA (*)

Luis SERVEN y José A. TRUJILLO

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

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

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

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

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

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

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

Téngase en cuenta que el hecho de que el modelo sea económicamente inviable en el largo plazo o en el estado estacionario no es irrelevante para el corto plazo. El futuro afecta al presente a través de la formación de expectativas de los agentes. En particular, la hipótesis de racionalidad en la formación de expectativas da lugar a que los valores presentes de las variables deban reflejar situaciones económicamente viables en el largo plazo. Más en concreto, si, por ejemplo, el objetivo de inflación es insostenible en el largo plazo, tal circunstancia debe dar lugar a una modificación de otros parámetros del problema o a la elevación de la tasa de inflación presente.

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

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

En el trabajo que aquí se resu-

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

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

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

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

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

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

Ahora bien, en la medida en que, en el caso español, una parte importante de la base monetaria se retribuye a tipo de interés de mercado, no deberíamos esperar que la elasticidad (negativa) de la demanda de dinero al tipo de interés sea muy elevada. Por tanto, a priori, la necesidad de aumentar el crecimiento de la deuda monetaria por causa del descenso inducido en dicha deuda no debería ser muy importante. Por otra parte, en las simulaciones realizadas se muestra que sólo en el caso en que dicha elasticidad es extraordinariamente elevada, su influencia sobre el problema que nos ocupa es relevante.

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

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

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

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

NOTA

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

REFERENCIAS

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

RESTRICCION PRESUPUESTARIA Y SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

A. CIVIDINI, G. GALLI y R. S. MASERA (*)

«Para muchas series de valores de parámetros, estas simulaciones terminan en catástrofes que pueden ser descritas y fechadas con precisión. De salida, quiero ser claro indicando que se trata de ejercicios ilustrativos, de predicciones no alarmantes. Es cierto que vienen motivadas por tendencias recientes en los Estados Unidos, si bien mi predicción es que las políticas de impuestos y/o gastos se modificarán tarde o temprano lo suficiente como para estabilizar el ratio deuda/PNB. En realidad, dichos cambios ya parece que están en camino.»

J. Tobin (1986)

INTRODUCCION

EL presente trabajo examina la temática de la sostenibilidad de la deuda pública. La primera parte está dedicada a un análisis formal de las condiciones de estabilidad a la luz de la restricción presupuestaria, formulando diversas hipótesis sobre las condiciones de oferta y demanda de dinero. La segunda parte se propone facilitar valoraciones cuantitativas de la dinámica de la deuda y de las interacciones con la dinámica global del sistema económico italiano en la perspectiva de quince años, o sea, hasta el año 2000. El análisis se desarrolla con la ayuda de algunas simulaciones, efectuadas utilizando la estructura contable y las principales ecuaciones de comportamiento de una versión del modelo econométrico actualmente en vías de finalización por el Servicio de Estudios del Banco de Italia.

El trabajo se completa con unos apéndices matemáticos en los que se desarrolla, en los casos más complejos, el análisis de la dinámica del sistema. Se logra también poner de manifiesto la evidencia de la relación entre tipo de interés medio sobre la deuda pública, tipo sobre títulos retribuidos a largo plazo y tasa de crecimiento nominal de la renta en un largo período en los Estados Unidos, en el Reino Unido y en Italia, con el fin de disponer de elementos de valoración de la denominada «condición de transversalidad».

I. LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PUBLICA

En general, pueden identificarse tres aportaciones teóricas esenciales sobre la dinámica de la relación deuda/producto.

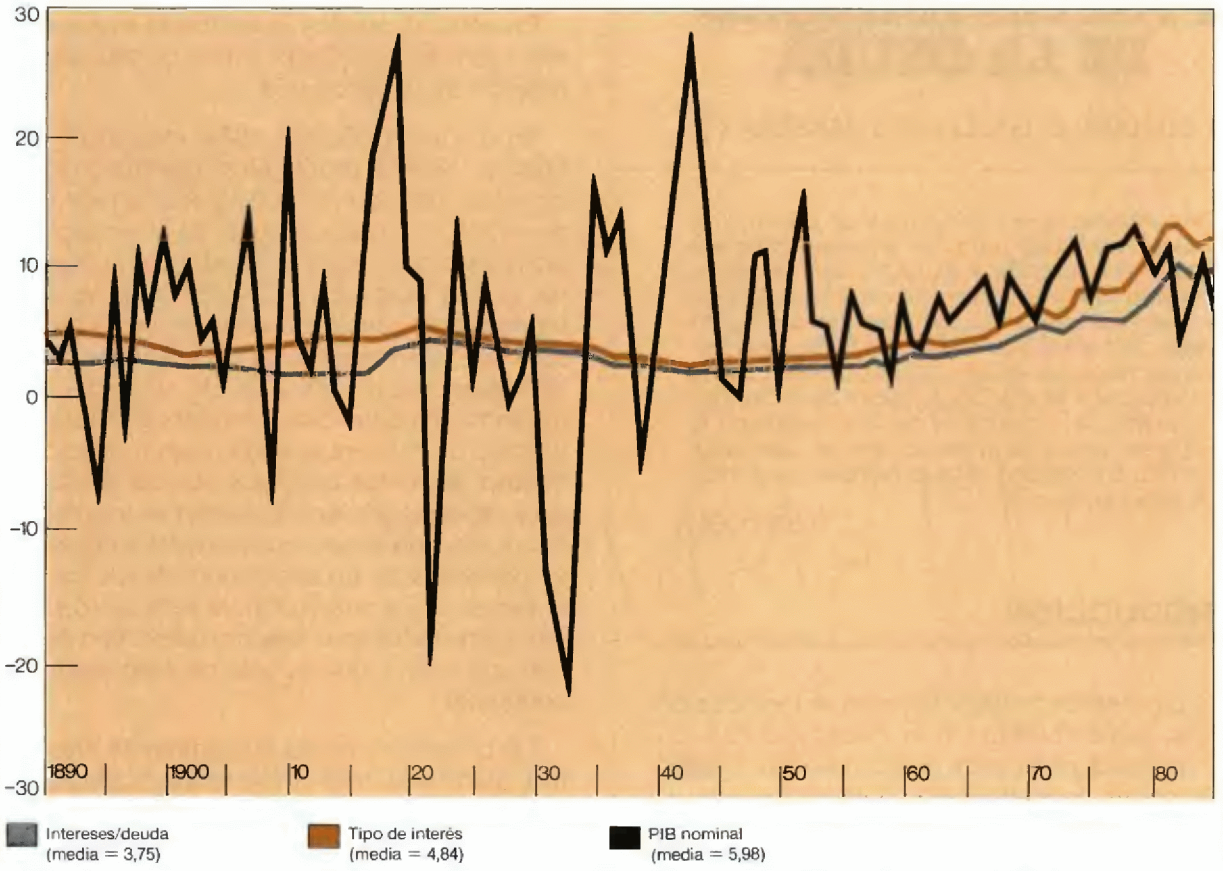
En la primera (Domar, 1944; Johannsen, 1965, y Masera, 1984) el problema se plantea en términos de estabilidad asintótica de la relación deuda/PIB. Se estudia en qué condiciones el círculo vicioso intereses-deuda-intereses tendrá como consecuencia que la relación deuda/PIB tenga valores potencialmente infinitos. En este esquema tradicional se ponen de manifiesto las implicaciones dinámicas de la identidad del presupuesto del sector público, evitando una definición completa del modelo económico de referencia con especial relación a los comportamientos previstos por los operadores y a los mecanismos de trasmisión de los efectos. La conclusión principal resultante del análisis es que, en presencia de un déficit neto de los intereses y el beneficio de acuñación, la relación deuda/PIB crece sin límites en el caso de que el tipo de interés real sea mayor que la tasa de crecimiento de la economía.

Tal condición resulta generalmente más restrictiva cuando se hace explícito un modelo de comportamiento de los agentes y se tienen en cuenta, de este modo, los posibles efectos de la deuda pública sobre la acumulación de capitales y sobre la prima por el riesgo exigida por los agentes para absorber unas cuotas crecientes de títulos del Estado (Galli, 1985).

Tales efectos aparecen en modelos en los que la deuda no es neutral en el sentido de Barro (1974). Al respecto, como indican, entre otros, Tobin (1980), Blinder (1982) y Buiter (1985), las condiciones para la validez de la hipótesis de neutralidad de la financiación del déficit con impuestos o con deuda retribuida son muy poco realistas, convirtiendo en poco relevantes las conclusiones de este enfoque, que tampoco se tiene aquí en cuenta con referencia a la cuestión de la sostenibilidad de la deuda.

El análisis de la condición de estabilidad facilita indicaciones sobre las tendencias a largo plazo del sistema. En la práctica, sin embargo, aun cuando el sistema sea técnicamente estable, es posible que la dinámica de la relación deuda/PIB no sea sostenible si el valor al que tiende es asintótico y puede crear, por tanto, problemas de credibilidad.

GRAFICO 1
ESTADOS UNIDOS

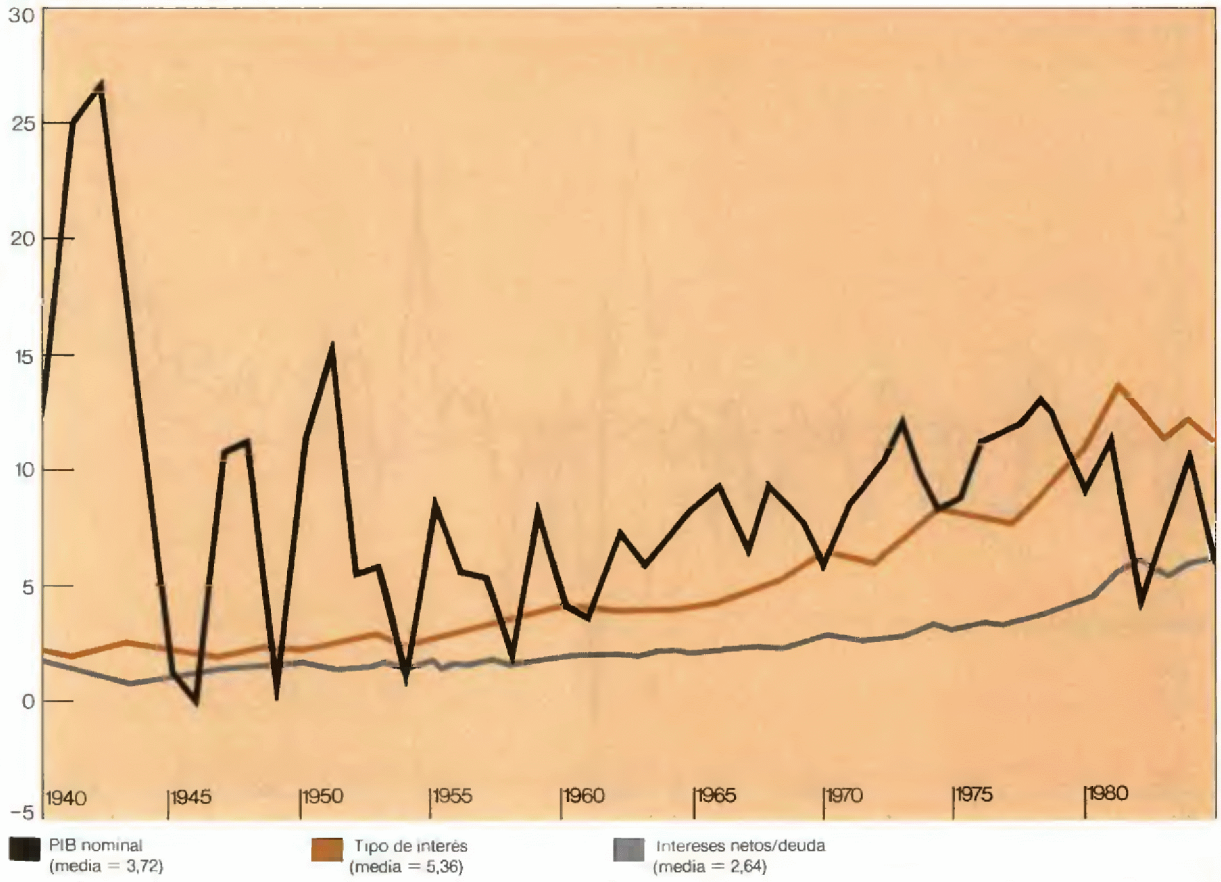


Nota: La indicación «intereses/deuda» incluye en el numerador los intereses percibidos por la Reserva Federal y en el denominador la deuda en posesión suya. Las diferencias con respecto a la expresión «tipo de interés» son debidas al hecho de que esta última mide el coste de un sólo instrumento (títulos a largo plazo) y no todo el conjunto del pasivo del gobierno federal con el público y con la banca central.

Una segunda aportación comprende, en particular, los trabajos de Phelps (1973), Turnovsky y Brock (1980), Drazen (1985) y Chamley (1985). En este esquema se afronta el problema en términos de elección intertemporal óptima entre impuestos sobre la renta e impuesto inflacionario, dada una senda de crecimiento del gasto. La optimización se dirige a maximizar el bienestar del consumidor representativo que, por hipótesis, se considera de vida infinita. Con referencia a los problemas de la sostenibilidad, estos modelos se han utilizado, sobre todo, para examinar la problemática relacionada con la posibilidad del no reconocimiento de la deuda pública por parte del gobierno, bien explícitamente o bien a través de la «inflación por sorpresa».

El tercer enfoque (Blanchard, Dornbusch y Buiter, 1985, Buiter, 1985, y Cohen, 1985) se centra en el problema de la solvencia. Partiendo de la teoría de las finanzas, dicho enfoque considera como solvente a un operador cuyas salidas futuras sean, al valor actual, menores o iguales al valor actual de las entradas menos la deuda neta inicial. Esta condición se cumple siempre en el caso de que el tipo de interés sea inferior a la tasa de crecimiento. El gobierno puede evitar realizar cualquier reembolso neto, ya que los ahorradores mantienen la confianza de poder vender en el futuro la deuda pública que poseen a otros ahorradores. En el caso opuesto, la condición de solvencia impone una restricción a la secuencia intertemporal del presupuesto. En particular, exige que los operadores esperen beneficios en el futuro y que éstos sean, en valor actual, iguales a la deuda presente. Por sí misma, la condición de solvencia (o trans-

GRAFICO 2
ESTADOS UNIDOS



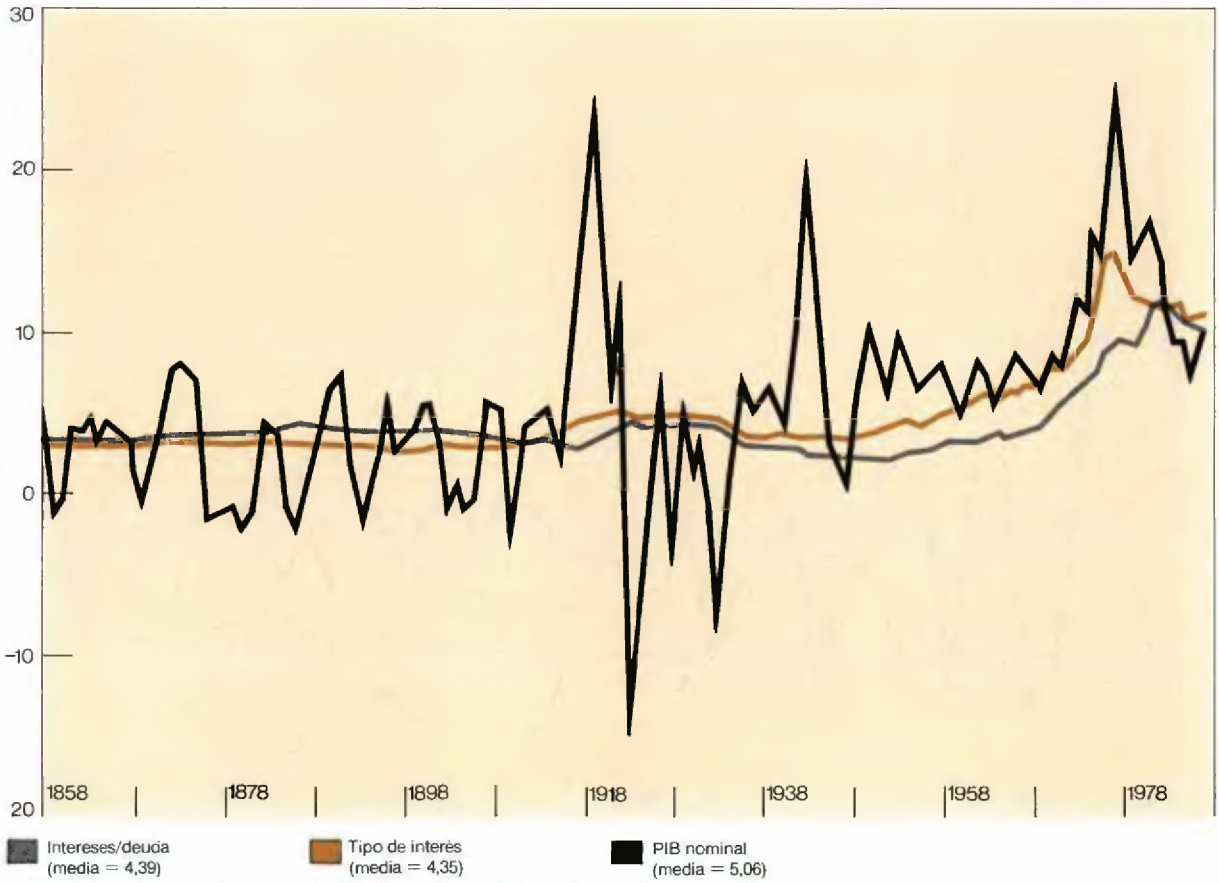
Nota: La expresión «tipo de interés» es la misma que en el gráfico 1. La expresión «intereses netos/deuda» excluye del numerador los intereses sobre la deuda en poder de la Reserva Federal, mientras que incluye dicha deuda en el denominador: mide, pues, el coste medio sobre la deuda productiva y no productiva (variable i_D en la definición del texto).

versalidad) no exige necesariamente que la deuda tenga valores finitos con respecto al PIB. Basta con añadir un límite al nivel máximo de la presión fiscal para obtener el resultado de que el Estado es solvente sólamente si los operadores están seguros de que sea capaz, antes o después, de estabilizar la relación entre deuda y producto.

En la más reciente literatura sobre la sostenibilidad se tiende incluso a *imponer* como restricción de largo plazo el hecho de que el tipo de interés en la deuda sea superior a la tasa de crecimiento (ver, por ejemplo, Buiter, 1985) en el contexto de modelos de generaciones superpuestas (del tipo Samuelson, 1958, Diamond, 1965, y Cass, 1972). En los esquemas de la teoría neoclásica del crecimiento, dicha restricción puede encontrar una justificación en la consideración de que en el caso opuesto (tipo de interés inferior a la tasa de crecimiento) el sistema podría situarse en la zona de ineficiencia (es decir, caracterizada por un exceso de acumulación) respecto a la línea de demarcación definida por la regla de oro (1). Un régimen de *laissez faire* en el que los operadores no tengan un horizonte temporal finito puede conducir a que se dé esta circunstancia. Sin embargo, es fácil imaginar una intervención pública que, *desincentivando* la acumulación de capital, conduzca a un aumento del nivel de consumo tolerable en estado estacionario.

Los datos representados en los gráficos 1 al 4, relativos a los Estados Unidos, al Reino Unido y a Italia, señalan que los tipos de interés sobre la deuda pública han sido generalmente inferiores a la tasa de crecimiento. Tomemos, por ejemplo, el

GRAFICO 3
REINO UNIDO

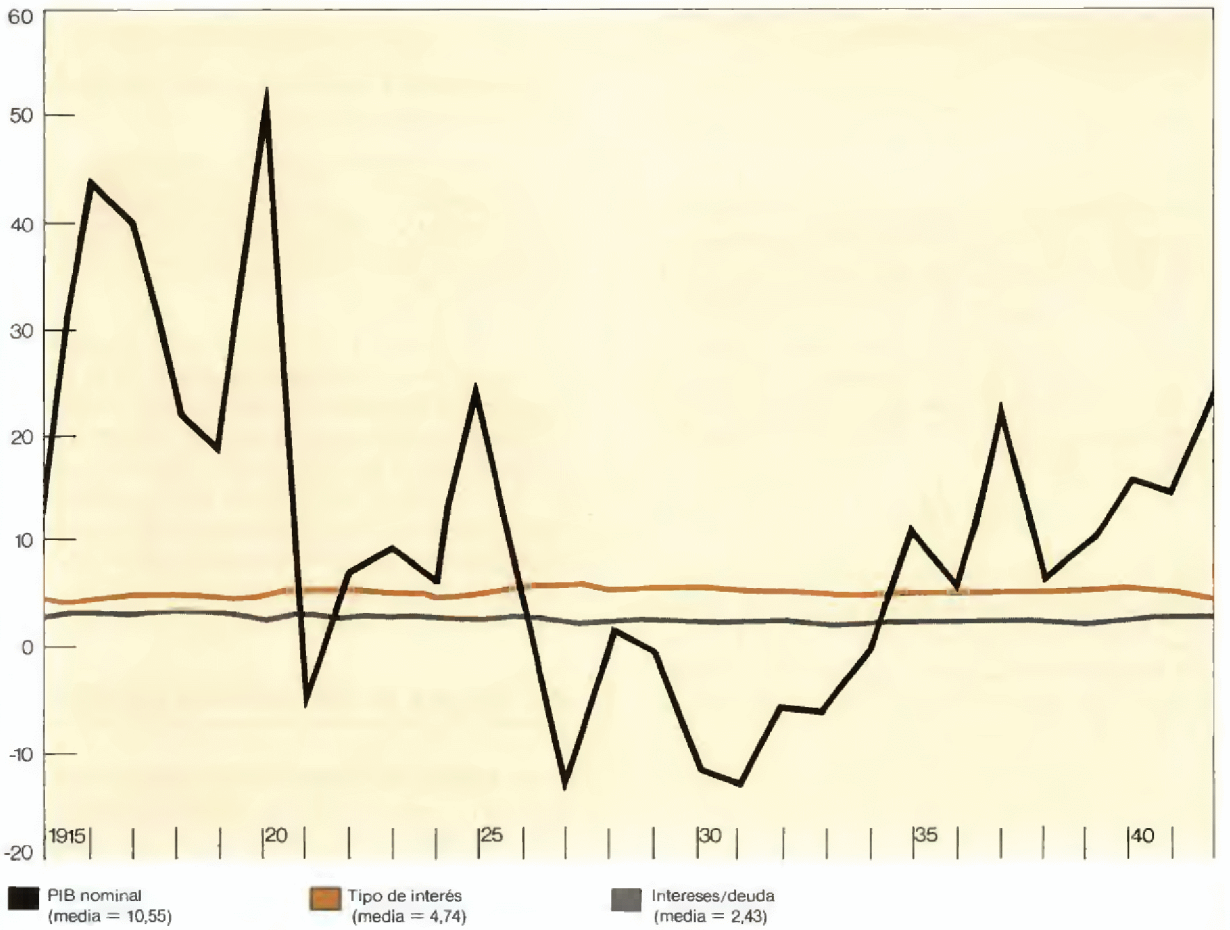


Nota: La expresión «interés/deuda» incluye en el numerador los intereses percibidos por el banco central y en el denominador la deuda poseída por dicho banco. Las diferencias con respecto a la expresión «tipo de interés» son debidas al hecho de que esta última mide el coste de un solo instrumento (títulos a largo plazo) y no el conjunto total del pasivo del Estado con el público y con el Banco central.

caso de los Estados Unidos: en el período 1890-1985 el crecimiento medio del PIB nominal fue igual o ligeramente inferior al 6 por 100, mientras que el tipo de interés sobre los títulos públicos a largo plazo fue del 4,64 por 100. Relacionando el flujo de intereses pagados por el gobierno federal (incluídos los correspondientes a la Reserva Federal) con la deuda global (incluyendo también la de la Reserva Federal) se obtiene un coste medio de la deuda aún más bajo, e igual al 3,75 por 100. A conclusiones análogas llega Darby (1984) analizando las series de los rendimientos de los bonos del Tesoro americano elaboradas para el período 1926-1981 por Ibbotson y Sinquefield (1982). Existen sin embargo algunas excepciones. Entre las más importantes, los primeros años 20 y los años de la gran crisis. Para el análisis que viene a continuación, la excepción de mayor relieve, y que coloca interrogantes que, en parte, van más allá de las pretensiones del presente trabajo, viene representada por los años 80 (ver también el gráfico 2): el tipo de interés no sólo supera a la tasa de crecimiento de los últimos cinco años, sino que se sitúa con valores que superan las tasas de crecimiento de toda la posguerra con la única excepción del *boom* inflacionista posterior a la guerra de Corea. Análogas consideraciones valen también para el Reino Unido y para Italia.

En conclusión, las consideraciones teóricas y los análisis de los datos no permiten llegar a valoraciones unívocas sobre la relación entre tipos de interés y tasas de crecimiento. En un estudio sobre las perpectivas de la deuda pública, los autores de este trabajo no consideran adecuado circunscribir el análisis a un caso particular.

GRAFICO 4
ITALIA



Nota: A. Confalonieri y E. Gatti: *La politica del debito pubblico en Italia*, Cariplo-Laterza, 1986. El «tipo de interés» es el rendimiento sobre la renta 3,50 %.

1. Análisis de las condiciones de estabilidad

El problema se formalizará inicialmente del modo siguiente, siguiendo la notación tradicional.

Sean:

Y = renta nacional nominal
y = renta nacional real
D = *stock* de deuda pública nominal
G = gasto público nominal sin pagos de intereses sobre la deuda
T = ingresos fiscales nominales
I = pago de intereses sobre la deuda
i_D = I/D
p = nivel de los precios
g = (G-T)/Y

y siendo $\overset{\circ}{X}$ y $\hat{X}$, respectivamente, la variación y la tasa de crecimiento de la variable X.

Se expresa a continuación la restricción presupuestaria del sector público de la forma siguiente:

$$\overset{\circ}{D} - i_D D = G - T \qquad [1]$$

Suponiendo, para simplificar, que la tasa de crecimiento de la renta sea constante, con el fin de analizar las implicaciones a largo plazo de [1], se considera por hipótesis inicialmente que el *déficit* se mantiene constante con respecto al PIB:

$$\frac{\overset{\circ}{D}}{Y} = \delta = \frac{G - T + i_D D}{Y} \qquad [2]$$

En tal caso, la relación deuda/renta tiende al valor finito $\delta/\hat{Y}$, que no depende de la relación

entre tipo de interés y tasa de crecimiento del producto nacional, y la tasa de crecimiento de la deuda tiende a la de la renta.

La carga de la deuda resulta, pues, en el equilibrio a largo plazo,

$$U = \frac{i_D\, D}{Y} = i_D \frac{\delta}{\hat{Y}} \qquad [3]$$

Si, por ejemplo, la necesidad de financiación con respecto a la renta se mantiene constante al nivel del 15 por 100 y la tasa de crecimiento de la renta nominal es igual al 10 por 100 tenemos: $D/Y = \delta/\hat{Y} = 1{,}5$. Si, por el contrario, la tasa de crecimiento de la renta resulta igual al 3 por 100, $D/Y = 5$. Si se supone que el tipo de interés es en ambos casos igual a la tasa de crecimiento, tenemos:

$$u = \delta = 0{,}15$$

Desde el punto de vista analítico, las anteriores relaciones pueden utilizarse para demostrar cómo en el caso de una economía estacionaria, con un tipo de interés real positivo, es posible obtener condiciones de equilibrio. En la hipótesis de que $i_D > \hat{Y} = \hat{p} > 0$, en el límite

$$D/Y = \delta/\hat{p},\ u = i_D \frac{\delta}{\hat{p}} > \delta$$

la carga de la deuda es pues superior a la relación *déficit/PIB* . En el caso límite de que $\hat{p} = 0$ tenemos

$$u = \frac{i_D\, D_0}{Y_0} + i_D\, \delta_t \qquad [4]$$

Para tener equilibrio es necesario, por tanto, que $\delta = 0$. Tenemos, pues:

$$(G - T) = -(i_D\, D_0) \qquad [5]$$

Supongamos ahora que se mantenga constante con respecto al PIB, no ya el déficit global, sino sólo la parte diferente del pago de intereses (déficit primario):

$$G - T = g\, Y. \qquad [6]$$

En estas condiciones, la ecuación [1] puede escribirse, en términos de relación con la renta, como

$$\mathring{d} - (i_D - \hat{Y})\, d = g. \qquad [7]$$

En caso de que se cumpla la condición $\hat{Y} > i_D$, se obtiene, en la hipótesis de que i_D sea constante:

$$\lim_{t \to \infty} d\,(t) = g/(\hat{Y} - i_D) \qquad [8]$$

Resumiendo las conclusiones del enfoque tradicional, tenemos que:

a) Si el déficit *global* se mantiene constante con respecto al producto, la relación D/Y tiende a un valor finito, dado por la relación entre déficit en proporción al producto y tasa de crecimiento del mismo producto.

b) Si, por el contrario, el déficit *sin intereses* se mantiene constante con respecto al producto, el sistema será estable solamente si la tasa de crecimiento es superior al tipo medio de interés sobre la deuda. Cumplida esta condición, la relación D/Y tiende a un valor dado por la relación entre déficit sin intereses (déficit primario) en proporción al producto y diferencia entre tasa de crecimiento del producto y tipo de interés.

2. Reglas de financiación del déficit

El análisis realizado hasta ahora no tiene en cuenta el hecho de que el gobierno se financia no sólo mediante títulos retribuidos, sino también con base monetaria. En este epígrafe se modificará el análisis para tenerlo en cuenta, adoptando la hipótesis simplificadora de que toda la base monetaria se emite para hacer frente a la financiación, directa o indirecta, del gobierno.

La restricción presupuestaria puede escribirse en este caso de dos formas distintas, para tener en cuenta los diversos contextos institucionales. Se puede incluso demostrar fácilmente la equivalencia de los dos enfoques para valores iguales de los parámetros.

Consideremos, en primer lugar, la situación en que banco central y gobierno están consolidados, o bien en que el gobierno financia directamente una parte de sus propias necesidades con la emisión de base monetaria (M). La restricción presupuestaria puede escribirse de la forma siguiente:

$$\mathring{B} = G - T + i\, B - \mathring{M} \qquad [9]$$

en donde i representa el tipo de interés de la deuda retribuida (B). La emisión de moneda puede con-

siderarse en este caso como una forma de ingreso que, junto con los impuestos tradicionales (T), concurre para financiar los gastos globales ($G + iB$). La diferencia se cubre mediante emisión de nuevos títulos retribuidos. Se observa que el tipo efectivo de interés en este caso viene dado, teniendo en cuenta el hecho de que $D = B + M$, por:

$$i_D = \frac{iB}{D} = i\left(\frac{D - M}{D}\right) = i\,(1 - M/D) \qquad [10]$$

Es útil volver a escribir la restricción presupuestaria partiendo de la hipótesis de la separación formal entre banco central y gobierno: toda variación de la base monetaria se produce como consecuencia de adquisiciones de títulos del gobierno por parte del banco. Se supone, como hipótesis, que los intereses en títulos se retroceden al Tesoro. En este caso, que describe sustancialmente el esquema existente en los Estados Unidos (2), la restricción presupuestaria se escribe:

$$\dot{D} = G - T + i\,D - i\,D_{CB} \qquad [11]$$

en donde D_{CB} representa los títulos del gobierno en posesión del banco central.

En este caso, la suma del déficit primario $(G-T)$ y de la diferencia entre intereses de la deuda total (iD) e intereses retrocedidos por el banco central $(i\,D_{CB})$ debe financiarse con la emisión de nueva deuda ($\dot{D}$). Se observa que, designando como i al tipo de interés sobre la deuda retribuida, el tipo medio efectivo de intéres viene dado por la relación entre pagos por intereses (sin retrocesiones) y deuda:

$$i_D = \frac{iD - iD_{CB}}{D} = i\,(1 - M/D), \qquad [10]'$$

en donde se recuerda la hipótesis de que $M = D_{CB}$, o bien que la base monetaria se crea exclusivamente para hacer frente a la posesión de deuda pública. Se puede comprobar fácilmente con [10] y [10]' que los dos enfoques arriba indicados son equivalentes en caso de igualdad, naturalmente, de los valores de los parámetros, y especialmente de la financiación monetaria.

Para asegurar las condiciones de estabilidad nos podemos referir indiferentemente a [9] o a [11]. Considerando la primera formulación, se toma como hipótesis, en primer lugar, que se hace crecer a M —condición de oferta— a una tasa constante y que la condición de demanda se describe con una simple ecuación cuantitativa:

$$M/Y = m. \qquad [12]$$

Designando como r al tipo real de interés y como $\hat{y}$ a la tasa de crecimiento de la renta real, supuestos constantes, la restricción presupuestaria como relación con Y se puede escribir de la forma siguiente (3):

$$\dot{b} = (r - \hat{y})\,b + g - m\hat{M} \qquad [13]$$

Si se cumple la condición $\hat{y} > r$, se obtiene:

$$\lim_{t \to \infty} b\,(t) = \frac{g - m\hat{M}}{\hat{y} - r} \qquad [14]$$

La formulación [14] indica que para obtener una relación estable entre deuda y renta no es necesario un *superávit* del presupuesto neto de pagos de intereses y sin el beneficio de acuñación derivado de la creación de la base monetaria $(g - m\hat{M} < 0)$. En el caso en que $g - m\hat{M} < 0$, b tiende a convertirse en un crédito neto. En el caso contrario, B tiende a crecer a un ritmo igual al de la renta nominal, que resulta, por hipótesis, superior al tipo nominal de interés.

Si tuviéramos, por el contrario $r > \hat{y}$, b seguiría en general una senda de crecimiento inestable. Un caso especial, en el que se tiene una relación constante entre deuda y producto, puede obtenerse preseleccionando un valor apropiado de $(g - m\hat{M})$. Haciendo $\dot{b} = 0$ en la ecuación [13] tenemos:

$$g - m\hat{M} = -(r - \hat{y})\,b_0 < 0 \qquad [15]$$

Se observa que la relación [15] no exige que al endeudamiento de hoy se contrapongan beneficios futuros. Solamente requiere que las pérdidas futuras sin los pagos de intereses sean inferiores al producto derivado de la creación de moneda. Sólo en la hipótesis de que se tenga $m\hat{M} < 0$, g debe ser negativo. Se concluye, pues, que la condición $g < 0$ (que representa la condición de transversalidad de Blanchard, Dornbusch y Buiter, 1985) se requiere solamente cuando el tipo de interés real supera a la tasa de crecimiento de la economía mientras se excluye cualquier financiación monetaria.

3. Estabilidad dinámica de un modelo de cartera

La hipótesis cuantitativa representada en la ecuación [12] es notablemente restrictiva. Concretamente, no tiene en cuenta los efectos de la inflación sobre la demanda de dinero ni las consecuencias retroactivas sobre los tipos de interés que pueden derivarse de la reestructuración de la cartera financiera de los agentes.

En el Apéndice 1 se presenta un modelo más complejo, en el cual la ecuación [12] se sustituye por un sistema de demanda de activos financieros (dinero, títulos del Estado y acciones). Sus principales resultados pueden sintetizarse así: En el caso en que los títulos del Estado sean sustituibles, por igual, por dinero y acciones, la condición de estabilidad es más restrictiva que la condición de que el tipo de interés sea menor que la tasa de crecimiento del sistema; más concretamente, el hecho de que, en un momento dado, se observe que se cumple tal condición no garantiza que la relación deuda/PIB tienda a un valor finito. La mayor inestabilidad del modelo de cartera deriva principalmente del hecho de que, al crecer la deuda, los agentes exigen una compensación al riesgo creciente, la cual, a su vez, aumenta la carga por intereses del sector público.

Por otra parte, el hecho de que la demanda de dinero sea sensible a los tipos de interés hace que, para niveles muy altos de inflación, pueda no existir una tasa de crecimiento de la base monetaria que estabilice el sistema. En otras palabras, puede verificarse la circunstancia de que un aumento ulterior del crecimiento monetario reduzca más que proporcionalmente la base del impuesto inflacionario, llevando así a una aceleración de la dinámica de la deuda (4).

En el caso, más general, en el que los títulos no son sustituibles, por igual, por dinero y acciones, los resultados dependen del valor de los parámetros. Por ejemplo, en el caso en que los títulos sean buenos sustitutos de las acciones, su aumento comporta un aumento de la demanda de dinero (el efecto riqueza domina sobre el efecto sustitución) y estabiliza la dinámica de la deuda; por otra parte, al crecer la demanda de dinero real se reduce la tasa de inflación, determinando un efecto positivo (esto es, desestabilizante) sobre los tipos de interés real.

4. Diversas formulaciones de la dinámica de la oferta de dinero

En la literatura (Spaventa, 1984, y Ranuzzi, 1986) pueden encontrarse enfoques parcialmente distintos del análisis de la condición de estabilidad de la [9] en el caso de financiación monetaria.

En lugar de tomar como hipótesis que la oferta monetaria representa una fracción constante de la renta, se supone que una parte constante (no nula) del déficit total se financia con la creación de dinero:

$$\overset{\circ}{M} = (1 - a)\,(G - T + iB) \qquad [16]$$

Sustituyendo la [16] en la [9] tenemos

$$\overset{\circ}{B} = a\,(G - T + iB) \qquad [17]$$

y, con respecto a Y

$$\overset{\circ}{b} = ag + b\,(ia - \hat{Y}). \qquad [18]$$

De la [18], si se cumple la condición de estabilidad $\hat{Y} > ia$, resulta:

$$\lim_{t \to \infty} b\,(t) = \frac{ga}{\hat{Y} - ia} \qquad [19]$$

Es fácil observar que la condición de estabilidad es menos estricta en este segundo caso con respecto al anteriormente examinado con la [13] y la [14]. Explicitando los mismos hechos con repecto a la tasa de inflación $\hat{p}$, la condición de estabilidad es ahora:

$$(\hat{y} - ra) + (1 - a)\,\hat{p} > 0 \qquad [20]$$

Así pues, no sólo se multiplica r por a < 1, sino que se suma también una cantidad positiva o como máximo nula, en la hipótesis de inflación no negativa.

El motivo económico de tal menor exigencia es fácilmente reconocible: si se financia una proporción constante del déficit global con dinero, se reduce sistemáticamente el crecimiento de la deuda retribuida, aun cuando la creación de dinero se produzca a unos tipos de crecimiento superiores a los del producto nominal.

Para completar el análisis de este caso es conveniente y, según nuestro criterio, necesario introducir una relación entre crecimiento del dinero y

crecimiento del PIB monetario (5). La hipótesis más simple viene dada por una función de demanda de dinero cuantitativa, $M = mY$.

Recordando que $i = r + \hat{p}$ y que $\hat{Y} = \hat{y} + \hat{p} = \hat{M}$, de las fórmulas [9] y [16] se deducen, en términos de relación con la renta, las relaciones:

$$\mathring{b} = ag + b\left[(\hat{p} + r)\,a - \hat{y} - \hat{p}\right] \qquad [21]$$

$$\hat{p}\left[1 - \frac{(1-a)\,b}{m}\right] = \frac{1-a}{m}\,g + r\,\frac{(1-a)}{m}\,b - \hat{y} \qquad [22]$$

y, sustituyendo [22] en [21], una ecuación diferencial de primer orden no lineal del tipo:

$$\mathring{b} = \frac{\rho b^2 + \sigma b + \tau}{1 + wb} \qquad [23]$$

en donde ρ, σ, τ y w son términos constantes.

El análisis de estabilidad viene indicado en el Apéndice 2. Para valores aceptables de los parámetros, el sistema es estable. Es necesario, sin embargo, observar que la estabilidad deriva del hecho de que, al aumentar la deuda, aumenta la carga por intereses, y con ello la financiación monetaria y, por tanto, la inflación. La inflación, a su vez, erosiona el valor real de la deuda y estabiliza su crecimiento. Asintóticamente, cuanto más elevada es la fracción de financiación monetaria, tanto más baja es la inflación. La paradoja es sólo aparente: como se observa en Sargent y Wallace (1981), el mecanismo que permite llegar a una inflación baja a largo plazo exige pasar a través de una fase de elevada financiación monetaria e hiperinflación, evidentemente bajo la hipótesis de que no existan medidas de contención del déficit público sin intereses (déficit primario).

Para concluir, el análisis de estabilidad de la [9] se efectuará estableciendo una tercera hipótesis de financiación monetaria. Se supondrá que no sólo el estado estacionario, sino también las condiciones de partida y las intermedias, están caracterizadas por tasas de crecimiento iguales para el *stock* de dinero y para el de la deuda retribuida: $(\mathring{M}/M)_t = (\mathring{B}/B)_t$. El *stock* de dinero se mantiene en proporción constante con el de la deuda retribuida. Como fácilmente puede comprenderse, las condiciones de estabilidad resultan menos estrictas con respecto al caso en que la oferta de dinero se haga crecer de acuerdo con la tasa de crecimiento de la renta.

Se supone que $D_{CB} = \alpha D$. A partir de [11] obtenemos:

$$\mathring{D} = G - T + i\,(1 - \alpha)\,D \qquad [24]$$

en donde

$$\mathring{d} - [i\,(1-\alpha) - \hat{Y}]\,d = g \qquad [25]$$

Si resulta que $\hat{Y} > i\,(1-\alpha)$, se obtiene:

$$\lim_{t \to \infty} d\,(t) = g/[\hat{Y} - i\,(1-\alpha)] \qquad [26]$$

Obsérvese que la [26] coincide con la [8] anteriormente obtenida. Ello demuestra que la relación [8] debe interpretarse como el caso particular en el que las ofertas de deuda retribuida y dinero se mantienen en proporción constante. Sólo en este caso, por tanto, resulta:

$$i_D = \frac{i\,B}{D}\,i\,(1 - M/D) = \text{constante} \qquad [27]$$

Sin embargo, incluso en este caso el análisis se transforma radicalmente si se tiene en cuenta la relación entre dinero y renta nominal. Utilizando, por ejemplo, la relación cuantitativa, se obtiene inmediatamente que la relación deuda/PIB debe ser constante. En realidad, las ecuaciones

$$M = \alpha\,D$$
$$M = m\,y$$

verifican

$$\frac{D}{y} = \frac{m}{\alpha} = \text{constante}$$

Utilizando la [24] se puede resolver, para la tasa de inflación

$$\hat{p} = \frac{g}{m} + \frac{(1-\alpha)}{\alpha}(r - \hat{y}) - \hat{y}.$$

Haciendo, por ejemplo, $g = 0{,}06$ $m = 0{,}2$, e $\hat{y} = r = 0{,}03$ se obtiene $\hat{p} = 0{,}27$. Ello sugiere que siguiendo la regla $\hat{M} = \hat{D}$ se lograría estabilizar el crecimiento de la deuda, si bien a costa de una inflación bastante elevada. Dando la vuelta al argumento, se puede decir que el objetivo de la estabilidad de los precios exige una reducción gradual de la fracción de la deuda cubierta por la base monetaria.

Se llega a la misma conclusión utilizando un modelo de cartera como el que figura en el Apendice 1. Con $\hat{M} = \hat{D} = \hat{B}$ tal modelo comporta $(\hat{p} + \hat{k}) = \hat{M}$ con i y $\hat{p}$ constantes. En otras palabras, todas la relaciones con respecto a pk son constantes: en particular $m \left(= \frac{M}{pk} \right.$ es constante y $b = 0$. Utilizando este hecho se puede resolver para $\hat{p}$:

$$\hat{p} = \frac{g}{m} + \frac{(1 - \alpha)}{\alpha m}(r - \hat{k}) - \hat{k}.$$

Suponiendo que $\hat{k} = \hat{y}$ se obtiene también $\hat{p} = 0{,}27$.

II. PERSPECTIVAS DE LA DEUDA PUBLICA EN ITALIA 1986-2000

El análisis de la condición de estabilidad suministra indicaciones de amplio alcance sobre las tendencias a muy largo plazo del sistema. Si el horizonte temporal que interesa estudiar es, digamos, un período de quince años, es necesario ir más allá del análisis de la condición de estabilidad y resolver, explícitamente o con métodos numéricos, las ecuaciones dinámicas del sistema. Si, por ejemplo, se utiliza la fórmula [13] de la sección anterior y se hace $\hat{y}$-r = 0,01, el 90 por 100 del ajuste con respecto a un *shock* que duplique el valor del equilibrio se produce en ciento sesenta años. En el límite, para valores absolutos de la diferencia $\hat{y}$-r muy próximos a cero, es poco importante, a efectos de un análisis de la dinámica de la relación deuda/PIB a lo largo de diez o veinte años, que r sea mayor o menor que $\hat{y}$.

Esta sección se propone ofrecer valoraciones cuantitativas de la dinámica de la deuda y de las interacciones con la dinámica global del sistema económico italiano a lo largo de quince años.

El análisis se realiza con la ayuda de algunas simulaciones efectuadas utilizando la estructura contable y las principales ecuaciones de comportamiento de una versión del modelo econométrico actualmente en vías de finalización por el Servicio de Estudios del Banco de Italia. Es evidente que tales ejercicios tienen unos márgenes muy amplios de incertidumbre. Como mucho, pueden facilitar unas magnitudes sujetas a hipótesis en algunos casos arbitrarias, o por lo menos subjetivas. Para soslayar dicho problema y, al mismo tiempo, para dar cuenta analíticamente de los principales resultados, al igual que se ha hecho en Morcaldo y Salvemini (1984), se presentará una gama de valores que pueden obtenerse, bajo diversas hipótesis, con fórmulas o sistemas de ecuaciones muy simples. Tales fórmulas utilizan, en muchos casos, como parámetros variables que son endógenas al modelo econométrico. Pueden, por tanto, ser «calibradas» sobre la base de los resultados del mismo modelo, según un procedimiento que se explicará seguidamente.

Las principales hipótesis sobre las variables exógenas del modelo se refieren a las importaciones mundiales (que se han hecho crecer al 3,5 por 100 a partir de 1987) y la inflación de los principales socios comerciales (3 por 100 a partir de 1987). Se ha establecido también la hipótesis de que, a largo plazo, la movilidad de los capitales sea tal que el tipo de interés venga determinado por la condición de arbitraje con las principales monedas internacionales. Las hipótesis establecidas sobre aranceles y las expectativas sobre los diferenciales de inflación determinan un perfil del tipo real en descenso gradual hacia el 4 por 100.

Los gastos sin intereses y los ingresos del sector público se mantienen constantes con relación al PIB a partir de 1987. El año 1986 se ha calibrado de forma que se reproduzca para los principales agregados el balance previo de la Relación Previsional y Programática, con un deficit total del sector estatal del orden de los 110.000 miles de millones. En una simulación (en lo sucesivo «simulación base») se ha hecho crecer la base monetaria a una tasa coherente con el mantenimiento del cambio *nominal* de la lira en torno al nivel medio de 1985. Además de la simulación base se ha realizado una simulación que es igual a la anterior para 1986; para los años sucesivos se ha tomado como hipótesis un crecimiento de la base monetaria coherente con el mantenimiento del cambio *real* de la lira sobre el valor generado por el modelo al final de 1986.

El carácter constante respecto al PIB del deficit primario se entiende como hipótesis de trabajo, que no refleja necesariamente una valoración de la evolución más probable de la hacienda pública. Por un lado, no tiene en cuenta el hecho de que la contención del gasto corriente es un objetivo prioritario del gobierno. Por otra parte, incorpora la reducción de algunas partidas del presupuesto de 1986, cuyos efectos se agotarán rápidamente en los años venideros. Este es el caso de la condona-

ción a la construcción (cuyo importe supera los 3.000 miles de millones), de la devolución a la Tesorería del Estado de parte de las disponibilidades que tenían los entes públicos en la banca (valorable en unos 5.000 miles de millones) y de la aceleración de la recaudación de las contribuciones sociales.

En cuanto a los ingresos, para mantener invariable la presión fiscal sobre el total de la economía y separadamente por familias y empresas frente a variaciones del impuesto sustitutivo, se han hecho, por hipótesis, los oportunos reajustes compensatorios de la presión del IRPEF y del IRPEG.

Con respecto a los gastos, el aspecto más problemático se refiere a las prestaciones sociales. Tal como documentan Franco y Morcaldo (1986), las tendencias demográficas juegan en contra de las finanzas públicas. El envejecimiento de la población tenderá a gravar no sólo directamente, por los gastos de pensiones (a lo que hay que añadir el gasto que supone la gestión de las mismas), sino también indirectamente, por una mayor demanda de prestaciones sanitarias y de intervenciones de naturaleza asistencial.

Hay otro problema referente a los efectos de la inflación sobre el gasto. Suponiendo, por hipótesis, que permanece invariable la estructura de los retrasos de los pagos de la administración y de las cláusulas de revisión de precios, es evidente que el peso de las salidas de caja sobre el PIB es tanto más elevado cuando más baja es la tasa de inflación. Tal mecanismo puede tener una importancia notable, especialmente con respecto a gastos tales como los de inversiones, que se caracterizan por fuertes retrasos en los pagos.

En conjunto, la hipótesis adoptada resulta de menos alcance que un cuadro de tendencias, entendido obviamente no «como una legislación invariable», sino como la falta de intervenciones correctoras de las tendencias de fondo del sistema, especialmente con referencia a los gastos por prestaciones sociales. Por otro lado, dicha hipótesis es «pesimista» si se la compara con los programas gubernamentales. La finalidad del ejercicio es, en parte, y precisamente, comprobar la necesidad y la urgencia de tales programas.

1. Principales resultados

Como hemos visto en la primera parte del presente trabajo, la restricción presupuestaria del sector público puede representarse así:

$$\mathring{b}_t = (g_t - m_t \hat{M}_t) + (r_t - \hat{y}_t)\, b_t \qquad [1]$$

en donde los símbolos tienen el mismo significado que en la sección 1, es decir:

b_t = relación deuda retribuida/PIB

g_t = déficit sin intereses/PIB

m_t = base monetaria del Tesoro/PIB

M_t = base monetaria del Tesoro

r_t = tipo de interés real sobre deuda retribuida

y_t = producto interior bruto a precios constantes

y $\mathring{X}$, $\hat{X}$ indican la variación y la tasa de crecimiento de la variable X, respectivamente. Como no se especifica la evolución de las variables g_t, m_t, $\hat{M}_t$, r_t e $\hat{y}_t$, la [1] es la simple reescritura de la identidad del presupuesto. De dicha fórmula no pueden derivarse implicaciones sobre la dinámica de b_t.

Para dar contenido operativo a la [1] se podrían utilizar los valores efectivos, producidos por el modelo en cada instante t de estas cinco variables. Alternativamente, se pueden utilizar sus valores medios en el periodo de simulación. Los resultados obtenidos por la evolución de b_t son, evidentemente, en parte diferentes de los producidos por el modelo, ya que, además de los valores medios, muestra también a efectos del resultado final, la dinámica de las variables exógenas de la ecuación [1] (6). Las diferencias, sin embargo, no son tales que obliguen a renunciar a la gran sencillez analítica y calidad expositiva derivadas del supuesto de constancia de los valores medios. Ello nos permite, sobre todo, hacer un análisis de las contribuciones de las diferentes variables a la dinámica de la deuda.

Bajo estas hipótesis, se puede obtener la solución analítica de la ecuación [1].

$$b_t = \frac{g - m\hat{M}}{\hat{y} - r} + \left(b_0 - \frac{g - m\hat{M}}{\hat{y} - r}\right) e^{-(\hat{y} - r)t} \qquad [2]$$

en donde b_0 es la deuda retribuida inicial y t el tiempo, valorado en años. Nótese que en la [2] se satisface la condición de estabilidad ($\hat{y} > r$),

$$\lim_{t \to \infty} b_t = \frac{g - m\hat{M}}{\hat{y} - r}$$

CUADRO N.° 1

RELACIONES ENTRE DEUDA DEL SECTOR ESTATAL Y PIB

$g-m\hat{M}$	Año	$\hat{y}-r$ = −0,025	−0,015	−0,005	+0,005	+0,015	+0,025
0,02	1990	1,19	1,14	1,10	1,05	1,02	0,98
	1995	1,43	1,31	1,22	1,13	1,05	0,98
	2000	1,70	1,50	1,35	1,20	1,09	0,98
	A régimen	...	...	...	4,19	1,52	0,99
0,04	1990	1,29	1,24	1,20	1,15	1,11	1,07
	1995	1,65	1,53	1,43	1,33	1,24	1,16
	2000	2,06	1,84	1,66	1,50	1,35	1,23
	A régimen	...	...	...	8,19	2,85	1,79
0,06	1990	1,40	1,35	1,30	1,25	1,21	1,17
	1995	1,88	1,75	1,63	1,52	1,42	1,33
	2000	2,42	2,18	1,97	1,72	1,62	1,48
	A régimen	...	...	...	12,19	4,19	2,59

Notas: En la simulación base del modelo econométrico, tenemos

$g-m\hat{M} = 0{,}041 \qquad \hat{y} - r = -0{,}016$

$\frac{\text{Deuda}}{\text{PIB}}$ = 1,21, 1,57, 1,91 en los años 1990, 1995 y 2000 respectivamente.

En la simulación con cambio real constante

$g-m\hat{M} = 0{,}034 \qquad \hat{y} - r = -0{,}011$

$\frac{\text{Deuda}}{\text{PIB}}$ = 1,15, 1,41, 1,48 en los tres años respectivamente

y que, por construcción, para $t = 0$, el término exponencial es igual a la unidad y $b_t = b_0$.

El estado del sistema en todo instante t depende, además de la situación inicial, de dos variables (g-$m\hat{M}$ e y-$\hat{r}$): el déficit sin intereses y sin beneficio de acuñación, con independencia de la composición entre g y $m\hat{M}$, y el exceso del crecimiento del PIB sobre el tipo real, también en este caso independientemente de la composición.

Se pueden, por tanto, resumir los resultados en una tabla de doble entrada (cuadro n.° 1). Las entradas de la tabla se refieren a la relación entre deuda global del sector estatal y PIB (de 1990 a 2000 y a largo plazo) obtenida sumando m (constante) y b_t tal como resulta de la [2]. Para la condición inicial se ha utilizado la relación deuda/PIB a finales de 1985 (0,957). En vertical figuran los valores del déficit sin intereses y beneficios de acuñación (del 2 al 6 por 100 del PIB) y en horizontal los valores del exceso del crecimiento del PIB sobre el tipo real (de —0,025 a +0,025).

Como se aprecia, los resultados son muy sensibles a las hipótesis sobre ambas variables. El caso más pesimista es aquel en que g-$m\hat{M} = 0{,}06$ e $\hat{y} - r = -0{,}025$: en este caso la deuda alcanzará el 234 por 100 del PIB dentro de los próximos quince años.

En las hipótesis explicitadas más arriba (simulación base), el modelo econométrico suministra valores de la relación deuda/PIB iguales a 1,21, 1,57, 1,91 en 1990, 1995 y 2.000 respectivamente. Los valores medios de los parámetros son 0,041 para el término g-$m\hat{M}$ y —0,016 para $\hat{y}$—r; g (déficit total del sector estatal sin intereses) es igual a 0,056, mientras el beneficio por acuñación ($m\hat{M}$) vale como promedio 0,015; m (relación entre base monetaria del Tesoro y PIB) aumenta entre 1985 y 1990 de 0,174 a 0,191, permaneciendo en ese valor, con escasas oscilaciones, hasta el final del período: el aumento es debido al efecto de la inflación (que oscila entre el 3,5 y el 4 por 100), a la presión ejercida por la actividad financiera sobre la demanda de dinero del sector privado (un efecto que hace el papel de *shock absorber* del dinero) y, por último, al aumento gradual del coeficiente medio de la reserva obligatoria hasta el límite, establecido por la normativa actual, del 22,5 por 100. En la media del período, m vale 0,19. La tasa de crecimiento de la base monetaria del Tesoro ($\hat{M}$) es, como promedio, del 7,8 por 100, que resulta de un aumento de la base monetaria global coherente con la hipótesis aludida más arriba de constancia del cambio nominal de la lira (7).

La tasa de crecimiento del PIB real resulta bastante baja (inferior al 2,5 por 100) al inicio del

período, a causa de la hipótesis de constancia del cambio nominal (que trae consigo una pérdida de competitividad hasta el momento en que el sistema se ajuste al nivel más bajo de inflación. Desde finales del decenio en adelante oscila entre el 2,6 y el 3 por 100. En promedio, el crecimiento es igual al 2,7 por 100. El tipo de interés real medio sobre la deuda retribuida, deflactado por el deflactor del PIB, resulta igual al 4,3 por 100. Es ligeramente más alto que el tipo real sobre los BOT por efecto de los desembolsos más elevados de intereses sobre los títulos a largo plazo en vigor en los primeros años de la simulación (8).

Utilizando los valores medios generados por el modelo (es decir: $g - m\hat{M} = 0{,}041$, $\hat{y}\text{-}r = -0{,}016$), la fórmula [2] produce unos valores para la relación deuda/PIB (1,26, 1,57, 1,9) que resultan muy similares a los producidos por el modelo mismo. Se puede, pues, utilizar el cuadro n° 1 para efectuar un análisis de sensibilidad de los resultados.

Es evidente, en primer lugar, que el beneficio de acuñación no es del todo irrelevante, como argumenta Buiter (1985) con respecto al caso inglés. Ello depende del hecho de que la relación base monetaria/PIB es 4 ó 5 veces más elevada en Italia que en el Reino Unido. Es preciso, no obstante, poner de manifiesto que, con una relación base monetaria del Tesoro/PIB en torno al 0,19, si la base monetaria creciera, digamos, al 10 por 100 en lugar de al 8 por 100 (determinando así tendencialmente una inflación más elevada de unos 2 puntos), el beneficio de acuñación aumentaría en 0,004. A igualdad de las demás variables ($\hat{y}$, r, g y m) reduciría la deuda en el año 2000 por lo menos en 10 puntos con respecto al PIB.

El sistema se muestra bastante sensible a variaciones (dentro de unas magnitudes aceptables) del tipo de interés real y de la tasa de crecimiento. Una reducción en un punto de $\hat{y} - r$ comporta un aumento de la deuda igual a casi un 30 por 100 del PIB al final de los quince años.

La simulación alternativa (con cambio real constante) viene caracterizada por un crecimiento mucho más contenido de la deuda: a finales del siglo sería igual aproximadamente al 150 por 100 del PIB. Ello sucederá en presencia de una inflación promedia bastante elevada y creciente: volverá al 6 por 100 en 1989 y seguirá subiendo, con una espiral entre cambio, precios y salarios, hasta el 18 por 100 a finales del período. El menor crecimiento de la relación deuda/PIB se derivará de un nivel medio más elevado del beneficio de acuñación (0,022), incluso en presencia de una relación más baja dinero/PIB y de una dinámica más elevada del PIB real, que oscilará entre el 3 y el 3,5 por 100. Se debe subrayar que, en una situación de espiral inflacionista, las expectativas, en particular en el mercado de cambios, podrían conducir a un «cambio de régimen» en el sentido de Krugman (1979), haciendo casi insostenible, a partir de un cierto momento, la política tomada como hipótesis.

2. Efecto riqueza y equilibrio externo

En una economía abierta como la italiana, el problema de la sostenibilidad de la deuda pública se entrelaza, llegando casi a identificarse, con el de la sostenibilidad de los desequilibrios en los intercambios con el exterior. Hay que esperar que, si no operan los efectos *a estilo* Barro, la deuda pública ejercerá una presión sobre la riqueza de las familias y, por esta vía, empujará hacia arriba el consumo y el déficit con el exterior.

En la simulación base presentada en el párrafo precedente, el consumo muestra una tendencia de aceleración, a partir de los inicios de los años 90, del 3 al 3,5 por 100. El efecto no es visible en los años anteriores, dominados por el progresivo agotamiento del efecto de impulsión sobre el consumo que debería verificarse entre 1986 y 1987 en virtud del efecto *razones del cambio* vinculado con el *contra-shock* petrolífero. El saldo entre exportaciones e importaciones de la contabilidad nacional (que en este año deberá ser cercano el equilibrio) empeorará progresivamente hasta alcanzar un valor del — 3 por 100 del PIB al final del período.

En la simulación alternativa (relación deuda/PIB = 1,5 en el 2000) habrá igualmente un empeoramiento de las cuentas con el exterior. Será, sin embargo, más gradual y conducirá a un déficit igual al 2,6 por 100 del PIB al final del período.

Vale la pena recordar que estos resultados dependen esencialmente, además de las hipótesis internacionales, también de las estimaciones de la elasticidad de las exportaciones y de las importaciones. Para estas últimas, en particular, existe una gran incertidumbre: las estimaciones efectuadas sobre el último período de quince años suministran unos valores de la elasticidad de las importaciones con respecto al PIB (con paridad de precios relativos) que giran en torno a 1,7 y 2. Estos valores, que parecen bastantes altos, no son

suficientes para explicar el incremento de las importaciones (entre 3 y 4 veces el del PIB) producido en los últimos años sin unas substanciales pérdidas de competividad. El procedimiento adoptado en el modelo ha sido el de alinear la elasticidad de forma que se evitaran «saltos» en el período inicial de la simulación para después reducirla gradualmente hasta llegar a 1,7 (9).

Evidentemente es muy problemático facilitar una valoración fiable de la penetración de las importaciones en el período a medio plazo. También en este caso es conveniente acompañar los resultados econométricos con valoraciones obtenidas de formulaciones simplificadas que permitan fácilmente verificar su sensibilidad con respecto a hipótesis o especificaciones alternativas, identificando analíticamente los canales que las determinan. En el modelo simplificado que presentamos seguidamente nos situamos en el caso en que la elasticidad renta de las importaciones es igual a 1.

El punto central del análisis se refiere a la interacción entre intereses, crecimiento de la deuda, riqueza y consumo de las familias.

Se consideran, por tanto, las siguientes relaciones:

$c = \beta W$ función del consumo [3]

$\dot{W} = y(1 - \tau) + rD - c$ acumulación de riqueza [4]

$y = c + \gamma y + X$ equilibrio en el mercado de bienes [5]

$\dot{D} = gy + rD$ acumulación de la deuda pública [6]

en donde:

c = consumo de las familias a precios constantes
W = riqueza de las familias a precios constantes
y = renta a precios constantes
τ = relación entre impuestos netos de transferencias y PIB
r = tipo de interés real
D = deuda pública a precios constantes
X = exportaciones a precios constantes
g = relación entre déficit sin intereses y PIB

y donde γ representa todos aquellos componentes de la identidad de la contabilidad nacional que, en una primera aproximación, pueden pensarse constantes respecto al PIB. Incluye, con signo negativo, la propensión a importar.

Considerando exógena la tasa de crecimiento de *x*, se puede esperar que, si crece D, crecen con ella la riqueza, el consumo y la renta. Por tanto, deberán crecer las importaciones y, a partir de un cierto momento, superar el crecimiento de las exportaciones.

Definiendo $w = \frac{W}{y}$, $d = \frac{D}{y}$, el sistema [3]-[6] puede escribirse como (10)

$$\dot{w} = (1 - \tau) + rd - (\beta + y)w \quad [7]$$
$$\dot{d} = g + (r - \hat{y})d \quad [8]$$
$$y = (1 - \gamma - \beta w)^{-1}X. \quad [9]$$

Diferenciando la [9] respecto al tiempo se obtiene (11):

$$\hat{y} = \hat{X} + \frac{\beta \dot{w}}{1 - \gamma - \beta w} \quad [10]$$

Sustituyendo $\hat{y}$ en la [7] y en la [8], el sistema puede volver a representarse en forma normal:

$$\dot{w} = f_1(w,d) \quad [11]$$
$$\dot{d} = f_2(w,d) \quad [12]$$

Las formas funcionales de f_1 y f_2, junto con las condiciones de estabilidad, se obtienen en el Apéndice 3. Informalmente se observa que si existe una solución y es estable, en estado estacionario (o sea $\dot{d} = 0$, $\dot{w} = 0$), de la [10] deducimos que $\hat{y} = \hat{X}$, es decir, el crecimiento de la renta es igual al de las exportaciones. No es sorprendente, pues, analizando la [8], que la condición de estabilidad global, sobre todo $\hat{y} - r > 0$ (como en el párrafo anterior), sea $\hat{X} - r > 0$.

En el caso estable, por tanto, el sistema converge hacia el crecimiento de las exportaciones. Si es constante la propensión a importar, tendremos, en estado estacionario, un crecimiento igual de exportaciones e importaciones (12).

El problema reside en comprender qué sucede antes de alcanzar el equilibrio y también cómo se desarrolla el sistema en el caso inestable. Empecemos por el caso estable ($\hat{X} > r$) (13). El sistema [11] — [12] tiene la representación que se recoge en el gráfico 5.

El análisis desarrollado en el párrafo anterior muestra que en los próximos años *d* está destinado a aumentar. En las simulaciones econométricas, la relación riqueza/renta (*w*) tiende a subir (de 4,17 en 1985 a 4,57 en el año 2000). El sistema se

GRAFICO 5

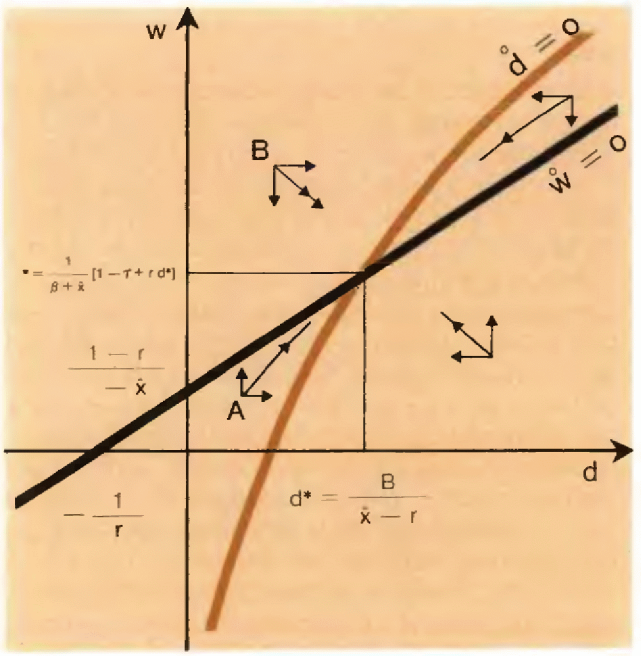
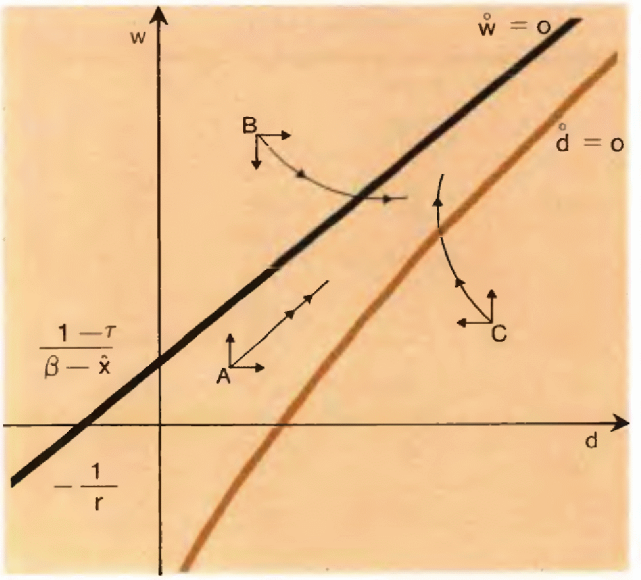


GRAFICO 6



encuentra, pues, en un punto tal como *A*, en el cual crecen tanto la riqueza como la renta. ¿Qué sucede con el tipo de crecimiento de la renta ?

Por la [10] sabemos que, siendo $\dot{w} > 0$,

$$\hat{y} > \hat{X}$$

Ello indica que incluso en presencia de una elasticidad unitaria de las importaciones se produce un empeoramiento del saldo con el exterior. Tal empeoramiento, sin embargo, puede quedar muy frenado en el caso en que el punto inicial *A* esté muy próximo a la recta $\dot{w} = 0$.

Si el sistema estuviese en un punto como *B*, se produciría una mejoría. Resolviendo la [10] con $\hat{X} = \hat{y}$, para la relación riqueza/renta de estado estacionario (w^*) tenemos:

$$w^* = \frac{1 - \tau + rd^*}{\beta + \hat{X}} \qquad [13]$$

Por [13] sabemos que w^* es creciente en d^* (deuda/PIB de equilibrio) y decreciente en $\hat{X}$. Ello supone, por ejemplo, que si el crecimiento de *X* fue más elevado en el pasado, el punto inicial puede ser más alto que w^*. En este caso, el sistema genera un crecimiento de *y* menor que el de *X*, determinando así un superávit de la balanza de pagos.

En el caso inestable ($r > \hat{X}$), el modelo viene representado por el gráfico 6. Partiendo de cualquier punto en el plano, el sistema es atraído en la zona comprendida entre las dos curvas. Tanto la deuda como la riqueza tienden a crecer sin límites. También en este caso la dinámica de la renta depende de la condición inicial sobre la riqueza. Considerando que deuda y riqueza son crecientes en la simulación, el punto inicial debe ser del tipo *A*.

El cuadro n.° 2 muestra los valores de $\hat{y}$, *w*, *d* y del saldo comercial (base SEC a precios de 1970) en relación al PIB generados en base a diversas hipótesis del modelo [11] — [12] (14). Se observa cómo en todos los casos los alejamientos de la riqueza de su valor inicial (4,17) son contenidos. Ello se aplica también en los casos en los que existe un fuerte crecimiento de *d*. De ahí se deduce que la tasa de crecimiento del PIB no es muy distinta en los diversos casos (15). Las diferencias, sin embargo, son suficientes como para determinar variaciones dignas de tener en cuenta del saldo SEC (igual a 0,037 en 1985). Por ejemplo, con $g = 0{,}04$, en el caso de que $r = 0$ el saldo SEC es mejor en casi 3 puntos porcentuales del PIB respecto al caso en que $r = 0{,}04$. Hay que indicar

CUADRO N.º 2

DEUDA PUBLICA, RIQUEZA Y SALDO CON EL EXTERIOR (modelo 11-12)

g	*Variable* (valores en el 2000)	*Tipo real* 0	0,04
0,02	y	0,020	0,027
	w	4,08	4,24
	d	0,98	1,57
	Saldo exterior	0,51	0,026
0,04	y	0,021	0,029
	w	4,14	4,32
	d	1,22	1,85
	Saldo exterior	0,042	0,014
0,06	y	0,023	0,032
	w	4,20	4,40
	d	1,44	2,11
	Saldo exterior	0,032	0,003

Nota: En el caso de que r = 0, los valores de equilibrio de d w, a obtener del modelo 11-12, son

$$d^* = \frac{g}{\hat{x}} \quad , w^* = \frac{1-\tau}{\beta + \hat{X}}$$

En la simulación base, el modelo econométrico genera y = 0,029, w = 4,57 y un saldo exterior (SEC a precios de 1970) negativo igual a —0,025.

El empeoramiento (casi el 6 por 100 del PIB respecto a 1985) es, pues, mucho más fuerte que en el modelo 11-12. Como se explica en el texto, la diferencia es debida esencialmente a la elasticidad de las importaciones que desciende gradualmente hacia el valor de 1.7 en el modelo econométrico 11-12. Siempre en la simulación base del modelo econométrico, el empeoramiento del saldo en valor, indicado en el texto, es menor que el referido a la cantidad por efecto esencialmente de la mejoria de las razones de cambio de 1986.

que tal diferencia no mide el efecto de variación del tipo de interés sobre la balanza de pagos (16). Da una idea de primera aproximación de la magnitud de la *contribución* del mecanismo intereses-deuda-intereses sobre el saldo con el exterior *exclusivamente.*

Se ha efectuado un experimento análogo con el modelo econométrico: se ha exogenizado (haciéndolo igual al valor de 1985) el flujo de intereses de la deuda, manteniendo invariables respecto a la simulación base los *tipos* de interés (que entran con signo negativo en las funciones de demanda para consumos, provisiones e inversiones). El saldo con el exterior muestra una mejora bastante contenida (0,2 por 100 del PIB) en 1990. En los años sucesivos la mejora resulta más llamativa alcanzando, en la comparación entre las dos simulaciones, el 1 por 100 del PIB en 1995 y el 2 por 100 en el año 2000. En coherencia con lo que se podría esperar de acuerdo con el modelo teórico, en el experimento se registra un menor crecimiento de *w* (de 4,17 a 4,3) y de la renta (cerca del 0,002 por 100 menos cada año), respecto a la simulación de base.

En conclusión, se pueden extraer las siguientes consideraciones. En presencia de una relación constante entre déficit sin intereses y PIB, las finanzas públicas ejercen un efecto expansivo sobre la economía, esencialmente mediante el mecanismo de la acumulación de intereses sobre la deuda. Dejando a un lado los aspectos estrictamente financieros (que pueden, sin embargo, llegar a ser decisivos en presencia de un *stock* de deuda que se encamine hacia el 150-200 por 100 de la renta), el incremento de la deuda es absorbido en parte por la cartera de las familias (el incremento de la relación riqueza/PIB es igual a casi la mitad del incremento de la relación deuda/PIB). El resto se va en reducciones de la actividad real y de los intercambios netos con el exterior. Incluso excluyendo del cálculo de la deuda exterior los incrementos debidos a los intereses sobre el *stock* existente, o sea acumulando sólo los déficits comerciales, el pasivo neto del país con el exterior se duplica en un período de quince años en la simulación base, mientras que permanece casi en sus valores actuales en la simulación en que se anula el mecanismo de los intereses.

III. CONCLUSIONES

El presente estudio se ha dirigido a profundizar en el examen de la temática relativa a la sostenibilidad de la deuda pública. En su primera parte se ha examinado la cuestión desde el punto de vista analítico, intentando resumir y sintetizar los diversos enfoques, en el ámbito del esquema tradicional de referencia de la restricción presupuestaria. Se ha dirigido la atención a la conexión entre política de creación monetaria y emisión de deuda retribuida, con el fin de identificar las relaciones entre tipo sobre la deuda retribuida y tipo medio sobre la deuda global. Se subraya en particular cómo el no tener en cuenta una ecuación de demanda de dinero en el análisis de la estabilidad del sistema puede conducir a conclusiones poco satisfactorias, y por tanto incompletas, sobre la dinámica, en particular, de la inflación.

En síntesis, las principales conclusiones obtenidas son las siguientes. En el caso de que la tasa de crecimiento de la renta sea constante y el déficit

global se mantenga constante con respecto al PIB, la relación deuda/renta tiende a un valor finito dado por la relación entre déficit/renta y tasa de crecimiento de la renta nominal. Si, por el contrario, el *déficit sin intereses* (déficit primario) se mantiene constante con relación al producto, el sistema es estable solamente si la tasa de crecimiento es superior al tipo medio de interés sobre la deuda. Cuando se cumple esta condición, la relación *D/Y* tiende a un valor que viene dado por la relación entre déficit sin intereses en proporción al producto y diferencia entre tasa de crecimiento del producto y tipo de interés.

El análisis se extiende luego en consideraciones sobre la financiación directa o indirecta del gobierno, bien con títulos retribuidos, bien con base monetaria. Si la base monetaria se hace crecer a un ritmo de crecimiento constante y predeterminado para disponer, en general, de un crecimiento estable, es necesario que la tasa de crecimiento de la renta sea superior al tipo de interés sobre la deuda retribuida. En este caso, el límite de la relación entre deuda retribuida y renta viene dado por la relación entre *a*) la diferencia entre saldo del Presupuesto sin intereses con respecto a la renta y al beneficio de acuñación y *b*) la diferencia entre la tasa de crecimiento del PIB y el tipo de interés sobre la deuda retribuida. La condición de estabilidad resulta generalmente más restrictiva en el caso en que se consideren las interrelaciones entre demanda de dinero, inflación y tipos de interés en el ámbito de un esquema de cartera (véase Apéndice 1).

Si, por el contrario, se establece la hipótesis, como condición de oferta, de que la creación monetaria representa una fracción constante de la renta, la condición de estabilidad es menos estricta, en cuanto que viene dada por la diferencia entre la tasa de crecimiento de la renta nominal y el producto entre el tipo de interés nominal y el complemento a uno de la proporción de financiación monetaria. Se subraya que el análisis económico de las condiciones de estabilidad del sistema no puede cerrarse en este punto. Cuando se financia una proporción constante del déficit global con dinero, se reduce sistemáticamente el crecimiento de la deuda retribuida, incluso cuando la creación de dinero se produce a tipos de crecimiento superiores a los del producto nominal. Ello explica, por una parte, el hecho de que sean menos estrictas las condiciones de estabilidad, pero olvida la realidad de que tanto la renta como el tipo de interés nominal son variables influidas por las reglas de la financiación preseleccionada.

Para disponer de una respuesta más significativa al problema se introduce, pues, en el examen de la sostenibilidad una relación de demanda de dinero, escogiendo, por motivos de simplicidad, la formulación cuantitativa. Se demuestra que con valores aceptables de los parámetros el sistema es «técnicamente» estable, pero ello sólo porque se pasa a través de una fase de inflación muy elevada. La paradoja, como se demuestra, es sólo aparente. De acuerdo con Sargent y Wallace, el mecanismo que permite llegar a una inflación más baja en el largo plazo exige aceptar una fase de elevada financiación monetaria y de hiperinflación, en la hipótesis, naturalmente, de ausencia de medidas de contención del déficit sin intereses (17).

El panorama se amplía al caso de que la financiación monetaria se base en reglas según las cuales el *stock* de dinero se mantenga en una proporción constante con la deuda retribuida. Se demuestra que ésta es la hipótesis coherente con el caso tradicional considerado al principio de este trabajo, en el que el tipo medio sobre la deuda global es constante e inferior al tipo sobre las obligaciones retribuidas.

En la segunda parte del trabajo se facilitan algunas valoraciones cuantitativas sobre la dinámica de la deuda y las interacciones con la dinámica global del sistema económico italiano a lo largo de un período de quince años. Los ejercicios presentados utilizan una serie de hipótesis «técnicas» y condiciones *ceteris paribus*. Son las principales, entre dichas hipótesis, el supuesto de no variación de la relación entre déficit sin intereses y PIB y la hipótesis de que los socios comerciales de Italia se muevan a lo largo de una senda de crecimiento estable con baja inflación. Con el fin de permitir valorar la sensibilidad de los resultados a hipótesis y especificaciones alternativas, y para identificar analíticamente los canales que las determinan, los resultados econométricos vienen acompañados por «simulaciones numéricas» de fórmulas o sistemas de ecuaciones muy sencillas.

En el cuadro n.° 1 se resumen los resultados principales. De dicho cuadro se deriva, sobre todo, que, con parámetros constantes, la relación de la deuda sobre el PIB estaría destinada a crecer fuertemente en los próximos años. En particular, con valores del déficit sin intereses y beneficio por acuñación en torno al 4 por 100 del PIB y con una diferencia de 1-2 puntos entre tasa de crecimiento y tipo de interés real a favor de éste último, la deuda superará el 120 por 100 del PIB ya en el

1990 y se acercará al 200 por 100 a finales del período de quince años.

Por otra parte, el análisis pone en evidencia la notable sensibilidad de los resultados respecto a variaciones de los parámetros dentro de valores aceptables. Si, por ejemplo, el déficit primario sin beneficios de acuñación se llevara el 2 por 100 del PIB y las condiciones internacionales permitieran reducir a cero la diferencia entre crecimiento y tipo de interés real, la deuda crecería mucho más gradualmente, alcanzando valores no superiores al 130 por 100 del PIB en el año 2000. Si el crecimiento superase en dos puntos el tipo de interés real, el sistema se mantendría aproximadamente en torno a los valores actuales.

En una simulación del modelo econométrico (déficit público constante, crecimiento de la base monetaria coherente con una inflación interna en línea con la internacional, cambio nominal constante de la lira, tipo de interés real sobre las principales monedas igual al 4 por 100), la relación deuda/PIB sería igual al 121, 157 y 191 por 100 en los años 1990, 1995 y 2000 respectivamente. En otra simulación se ha hecho crecer la base monetaria a una tasa coherente con la constancia del cambio *real* de la lira. En este caso la deuda sería igual al 115, 141 y 148 por 100 del PIB en los años 1990, 1995, y 2000, respectivamente. El mecanismo que frena la explosión de la deuda es el clásico de la inflación: con una política monetaria que gobierne los «empujes» inflacionistas internos se pone en movimiento una espiral gradual, pero persistente, entre salarios, precios y tipo de cambio que conduce la inflación a más del 6 por 100 a finales del decenio y al 18 por 100 a finales del siguiente.

En la sección II.2. se ha intentado suministrar algunos instrumentos analíticos para valorar las relaciones entre deuda interior y deuda exterior. El análisis se ha desarrollado rechazando dos hipótesis extremas. La primera es la de Barro, según la cual el aumento de la deuda se mantiene en las carteras de las familias y no desplaza ni capital productivo ni actividad neta con el exterior. La segunda procede de una interpretación rígida del ciclo vital y reclama la constancia de la relación riqueza/deuda: en un sistema cerrado ello lleva consigo un desplazamiento «uno a uno» del *stock* de capital. En un sistema abierto a los cambios con el exterior, y en el que el tipo de interés real venga determinado por las condiciones vigentes en los mercados internacionales, tal hipótesis lleva a la conclusión de que la deuda pública debe «expulsar» exclusiva y totalmente actividades con el exterior.

El análisis teórico ha vuelto a demostrar cómo, en un sistema de crecimiento, es posible que, incluso rechazando la hipótesis de Barro, una parte de la deuda pública se mantenga en poder de las familias y, por lo tanto, no desplace enteramente deuda privada y actividad con el exterior. Esto es lo que sucede en las simulaciones econométricas (hipótesis base), que muestran un incremento de casi 40 puntos porcentuales de la relación entre la riqueza neta de la economía y la renta nacional. El resto va, en parte, a una «expulsión» de actividad real y en parte a un aumento de la deuda externa del país. Un cálculo efectuado sumando simplemente los déficit comerciales (es decir, prescindiendo del mecanismo de acumulación de intereses sobre la deuda externa), nos ha conducido a valorar que la relación entre deuda externa y PIB se duplicará en el período de quince años.

En un experimento posterior, se ha buscado aislar el efecto sobre la balanza de pagos derivado de la acumulación de intereses sobre la deuda del sector público. En otras palabras, nos hemos preguntado cuánto podría mejorarse el saldo con el exterior en el caso de que, de ahora en adelante, el Estado pudiera hacer frente a los incrementos de pagos de intereses mediante aumentos de los impuestos o reducciones de las transferencias. El efecto de dicha hipotética maniobra ha resultado relativamente modesto en los primeros años de la simulación (hasta 1990) y sucesivamente se ha registrado una mejoría consistente del saldo exterior.

Las indicaciones de las simulaciones numéricas, las analíticas y las derivadas del modelo indican, en primer lugar, la *necesidad* de mantener las líneas del programa de contención del déficit sin intereses. De otra forma, prefijando un valor de crecimiento porcentual de la oferta monetaria coherente con una inflación del orden del 3 por 100, la deuda se haría insostenible o lo largo del período. El tipo de interés sobre la deuda retribuida tendería a superar a la tasa de crecimiento del sistema, aun teniendo en cuenta la imposición fiscal sobre los intereses.

Los análisis realizados confirman también que la cuestión de la sostenibilidad, aunque se afronte correctamente con el fin de evitar discontinuidades («saltos de régimen») se plantea a muy largo plazo. Con ello se refuerza de nuevo el enfoque gradual y un método de tenaz rigor monetario, sin aceptar terapias de tipo *shock* centradas sobre un control dogmático de la cantidad de dinero.

NOTAS

(*) Los autores dan las gracias a G. Morcaldo y S. Rossi, que han facilitado indicaciones importantes para la redacción de la segunda y de la primera parte del trabajo, respectivamente. Agradecemos también a Daniela Gressani y a Ignazio Visco sus útiles consejos y críticas.

(1) No necesariamente, sin embargo, en cuanto que la eficiencia exige solamente que el tipo real sea superior a la *suma* de la tasa de crecimiento más la amortización del capital.

(2) El FED mantiene títulos públicos con el fin de desarrollar la política monetaria. Prácticamente todos los intereses que el FED recibe sobre estos títulos se revierten al Tesoro (partida «Deposits of earnings») y se tratan como ingresos. Por ejemplo, en 1985, de los 129,4 miles de millones de dólares de pagos *netos* de intereses del gobierno federal, las retrocesiones fueron de unos 17 miles de millones. El efecto neto de balance de las transacciones por intereses con el sector privado fue de 112,4 miles de millones.

(3) Recordando la ecuación $\frac{M}{y} = m$, tenemos $\hat{M} = \hat{Y} = \hat{p} + \hat{y}$. Suponiendo un objetivo de inflación constante, también $\hat{M}$ es una constante.

(4) Se vuelve aquí sobre el conocido problema del impuesto óptimo de inflación: la recaudación máxima se obtiene cuando la elasticidad de la demanda de dinero al tipo de inflación es unitaria. Más allá de este punto, la «recaudación» desciende al aumentar la inflación (Ver, por ejemplo, Fazio y Masera 1983).

(5) En caso contrario, y razonando por reducción al absurdo, ¿por qué no financiar todo el déficit con dinero?

(6) En la integral general de la [1] las variables exógenas entran no linealmente. Por tanto, la media de la función a integrar es distinta de la función valorada a valores medios.

(7) Se ha tomado también como hipótesis que las intervenciones (esterilizaciones) sobre el mercado de cambios del banco central se dirijan a mantener al nivel actual la relación entre reservas oficiales en divisas y PIB. Se hace observar que las diversas hipótesis cambiarían poco el valor global del beneficio de acuñación, siendo la base monetaria del exterior una pequeña fracción (15 por 100 en la media de los años 1970-1985) del total de la base monetaria.

(8) Y también por efecto del tipo medio más elevado sobre los CCT con tipo variable: el *spread* con respecto al tipo medio sobre los BOT se ha hecho igual a 0,01 en todo el período.

(9) Este valor de la elasticidad recoge el proceso de penetración de las importaciones que ha afectado a Italia en los últimos quince años. Hay que observar que, por sí misma, la continuación de este proceso no lleva consigo necesariamente que Italia deba crecer a unas tasas inferiores a los del resto del mundo para mantener en equilibrio el propio saldo comercial. Para llegar a una valoración sobre la tasa de crecimiento coherente con el equilibrio externo, es necesario tener en cuenta que el fenómeno afecta, en medida diferente, también a otros países, como lo demuestra la dinámica más elevada del comercio respecto al PIB mundial. También en los últimos años ha estado creciendo la cuota de Italia en las exportaciones mundiales.

(10) En la [6] no se ha tenido en cuenta el dinero. Partiendo de la ecuación [1] de la sección II.1 y haciendo $d = b + m$, se puede escribir:

$$\mathring{d} = (g - m\hat{M}) + (r - \hat{y})\, d\, \left(\frac{b}{d}\right).$$

La [8] hace $\frac{b}{d}$ constante, es decir, soslaya la diferencia entre tipo medio y tipo marginal sobre la deuda. Con respecto al beneficio por acuñación, en las simulaciones numéricas efectuadas seguidamente se ha hecho al término g de la ecuación [8] igual al déficit sin intereses y sin *beneficio de acuñación*.

(11) Se ha de notar que se sigue de la [9] que para que sea positivo es necesario que $1 - \gamma - \beta w > 0$. Esta condición es análoga a la condición de que la propensión al consumo sea menor que 1 en los modelos con una función de consumo keynesiana.

(12) En el análisis no se ha tenido en cuenta la acumulación de los intereses sobre la deuda externa. Incluyendo tales efectos, las condiciones de estabilidad resultarían más estrictas. Además, en el caso estable, partiendo de una deuda inicial, el crecimiento de las exportaciones deberá ser mayor que el de las importaciones para que exista equilibrio de las partidas corrientes.

(13) En apéndice se demuestra que, si existe un equilibrio, también es estable.

(14) Los parámetros se han calibrado sobre 1985 (por ejemplo $\beta =$ consumo/riqueza en 1985). $\hat{X}$ se ha situado en 0,028 con el fin de generar un crecimiento del PIB similar al del modelo econométrico. A igualdad de $\hat{X}$, el crecimiento en este último es bastante más bajo a causa de la mayor elasticidad de las importaciones.

(15) Este resultado se debe en parte al hecho de no haber tenido en cuenta los efectos de aceleración que, para la componente de γ representada por inversiones en maquinaria, son bastante importantes. Nótese, sin embargo, que escribiendo $I = K^* (\mathring{y} + \delta y)$, según un esquema *putty-clay*, con I = inversiones, K^* = relación deseada capital/producto y δ = tasa de depreciación, tenemos

$$\frac{I}{Y} = K^* (\hat{y} + \delta)$$

La magnitud de δ es 0,16. Las variaciones de $\hat{y}$ son, pues, pequeñas con respecto a δ. El considerar pues $\hat{y} + \delta$ constante parece una aproximación aceptable en el contexto presente.

(16) En particular, ya que del modelo [11]-[12] se han excluido los efectos negativos normales del tipo de interés sobre la demanda agregada.

(17) Para un examen crítico del efecto Sargent-Wallace, ver Papadia-Rossi (1986).

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

BARRO, R.J. (1974) «Are Government Bonds Net Wealth?», *Journal of Political Economy.*

BLANCHARD, O.; DORNBUSCH, R. y BUITER, W. (1985) «Public Debt and Fiscal Responsibility», *Ceps Paper,* n. 22.

BLINDER, A.S. (1982) «On the Monetization of Deficits», *NBER Working Paper,* n. 1052, diciembre.

BUITER, W. (1985) «A Guide to Public Sector Debt and Deficits», *Economic Policy,* noviembre.

CASS, D. (1972), «On Capital Overaccumulation in the Aggregative Neoclassical Model of Economic Growth: A Complete Characterization», *Journal of Economic Teory.*

CHAMLEY, C. (1985), «On a Simple Rule for the Optimal Inflation Rate in Second-Best Taxation», *Journal of Public Economics.*

COHEN, D. (1985), «How to Evaluate the Solvency of an Indebted Nation», *Economic Policy,* n. 1, noviembre.

DARBY, M.R. (1984), «Some Pleasant Monetarist Arithmetic, *NBER Working Paper,* n. 1295, marzo.

DIAMOND, P. (1965), «National Debt in a Neoclassical Growth Model, *American Economic Review.*

DOMAR, E. (1944), «The 'Burden of the Debt' and the National Income», *American Economic Review,* diciembre.

DRAZEN, A. (1985), «Tight Money and Inflation: Further Results», *Journal of Monetary Economics.*

FAZIO, A. y MASERA, R.S. (1983), «Risparmio e investimento a livello macroeconômico», trabajo presentado al simposio sobre Finanziamento degli investimenti negli anni '80: il ruolo delle instituzioni finanziarie, IMI, 19-30 octubre 1982.

FRANCO, D. y MORCALDO, G. (1986), «Un modello di previsione degli squilibri del sistema previdenziale», Ministero del Tesoro - Commissione Tecnica per la Spesa Pubblica, Instituto Poligrafico e Zecca dello Stato.

GALLI, G. (1985), «Tasso reale, crescita e sostenibilità del debito pubblico», Banca d'Italia, *Contributi al analisi economica,* n. 1.

IBBOTSON, R.G. y SINQUEFIELD, R.A. (1982), *Stock, Bonds, Bills, and Inflation: the Past and the Future,* Charlottesville (Va.), The Financial Analysts Research Foundation.

JOHANNSEN, L. (1965), *Public Economics,* Amsterdam, North Holland.

KRUGMAN, P. (1979), «A Model of Balance of Payments Crises», *Journal of Money, Credit and Banking.*

MASERA, R.S. (1984), «Monetary Policy and Budget Policy: Blend or Dichotomy?», en R.S. Masera and R. Triffin (eds.) *Europe's Money: Problems of European Monetary Coordination and Integration,* Oxford University Press.

— (1986), «Per il risanamento della finanza pubblica in Italia: quattro argomentazioni», *Rivista di politica economica,* fasc. III, marzo.

MORCALDO, G. y SALVEMINI, G. (1984), «Il bilancio pubblico per il quinquennio 1984-1988: alcune simulazioni», Banca d'Italia, *Temi di discussione,* n. 30, julio.

PHELPS, E. (1973), «Inflation in the Theory of Public Finance, *Scandinavian Journal of Economics.*

PAPADIA, F. y ROSSI, S. (1986), «More on Monetarist Arithmetic», Banca d'Italia, mimeo.

RANUZZI, P. (1986), «Alcune simulazioni dell'andamento del rapporto debito pubblico/PIL», mimeo.

SAMUELSON, P.A. (1958), «An Exact Consumption - Loan Model of Interest without the Social Contrivance of Money», *Journal of Political Economy.*

SARGENT, T.J. y WALLACE, N. (1981), «Some Unpleasant Monetarist Arithmetic», Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review,* volumen 3, otoño.

SPAVENTA, L. (1984), «Nota sulla sostenibilità della crescita del debito pubblico», en *Moneta ed economia nazionale,* Cassa di Risparmio di Torino.

— (1986), «The Growth of Public Debt: Sustainability, Fiscal rules, and Monetary Rules», International Monetary Fund, WP/86, septiembre.

TOBIN, J. (1980), *Asset Accumulation and Economic Activity,* Chicago, The University of Chicago Press.

— (1986) «The Monetary-Fiscal Mix: Long-Run Implications», *American Economic Association - Papers and Proceedings,* mayo.

TURNOVSKY, S. y BROCK, W. (1980), «Time-Consistency and Optimal Goverment Policies in Perfect Foresight Equilibrium», *Journal of Public Economics.*

APENDICE 1

En los párrafos siguientes, el análisis va a modificarse en dos direcciones. Inicialmente se abandonará la hipótesis de que la demanda de dinero sea de tipo cuantitativo, considerando, en el ámbito de un enfoque de cartera, las interrelaciones entre dinero, inflación y tipos de interés. Sucesivamente se irán examinando diversas reglas sobre la oferta de dinero, considerando los casos en que el dinero representa una fracción constante del déficit o de la deuda global del sector público.

Considerando tres actividades financieras (dinero, títulos públicos y acciones —estas últimas emitidas frente a capital real) y suponiendo, por hipótesis, que es exógeno y constante el rendimiento real de las acciones (igual a la productividad física del capital) el modelo puede formularse así:

$$M = (\tilde{m}_0 - \tilde{m}_1 i - \tilde{m}_2 \hat{p}^e)w \qquad [1]$$

$$B = (\tilde{b}_0 + \tilde{b}_1 i - \tilde{b}_2 \hat{p}^e)w \qquad [2]$$

$$pk = (\tilde{k}_0 - \tilde{k}_1 i + \tilde{k}_2 \hat{p}^e)w \qquad [3]$$

en donde w, k y $\hat{p}^e$ son la riqueza global ($M + B + pk$), el *stock* de capitales y la inflación esperada, respectivamente. En un modelo con un sector y sin costes de ajuste en la función de inversión, el precio del capital coincide con el nivel general de los precios (p). Dadas las ofertas de M, B y k, el modelo [1]-[3] determina el rendimiento de los títulos públicos (i) y el nivel de los precios.

Para determinar la tasa de inflación esperada (que, a falta de una constante, es el rendimiento nominal del capital) es necesaria una hipótesis sobre la formación de las expectativas. En lo que sigue se supone:

$$\hat{p}^e = \hat{p}$$

es decir, anticipación perfecta.

Para las tres ecuaciones del modelo se cumplen las habituales condiciones de aditividad que garantizan que la suma de las demandas sea igual a la riqueza global. Se verifican también la condición de *gross substitutability* y la condición de que los *own effects* sean mayores que los *cross effects* ($\tilde{b}_1 > \tilde{b}_2$, $\tilde{k}_1 < \tilde{k}_2$).

Dividiendo a derecha y a izquierda por pk, se puede resolver el sistema para $m \left(= \frac{M}{pk}\right)$ e i en función de $\hat{p}$ y $b \left(b = \frac{B}{pk}\right)$. Linealizando la solución podemos escribir:

$$m = m_0 + m_1 b - m_2 \hat{p} \qquad [4]$$

$$i = b_0 + b_1 b - b_2 \hat{p} \qquad [5]$$

en donde se demuestra fácilmente que
$m_2, b_1 > 0$ y $0 < b_2 < 1$.

El signo de m_1 es ambiguo. Es positivo si los títulos resultan mejores sustitutos del capital que del dinero. En este caso, un déficit financiado con títulos (aumento de B) hace aumentar la demanda de dinero (el efecto riqueza domina sobre el efecto substitución) y determina una reducción del nivel de precios.

En la hipótesis de un crecimiento constante de k (hipótesis que planteamos para simplificar, pero que en rigor exige, entre otras condiciones, que opere el «efecto Barro»), la ecuación dinámica de la deuda puede formularse así:

$$\dot{b} = (g - m\hat{M}) + (i - \hat{p} - \hat{k})\, b \qquad [6]$$

en la cual todas las relaciones se definen con respecto al *stock* de capital ($g = \frac{G-T}{pk}$)

Nótese que a diferencia de [12] del texto, m e i no son constantes, sino que vienen determinadas por las ecuaciones [4] y [5] de este Apéndice 1.

Por último, dada la hipótesis de expectativas racionales, se puede diferenciar la [4] y obtener una ecuación dinámica en la tasa de inflación:

$$\dot{\hat{p}} = \frac{m_1}{m_2}\dot{b} - \frac{m}{m_2}(\hat{M} - \hat{p} - \hat{k}). \qquad [7]$$

Sustituyendo [4], [5] y [6] en [7] se obtiene un sistema de dos ecuaciones diferenciales en p y b. Tratándose de dos cónicas pueden existir *0, 2* ó *4* soluciones reales: la estabilidad depende de las condiciones iniciales y de un elevado número de parámetros.

Puede obtenerse una gran simplificación considerando el caso particular en el que $m_1 = 0$, o sea, en el que los títulos públicos son igualmente sustituibles con dinero y capital real. En esta condición la ecuación de $\dot{\hat{p}} = 0$ se convierte en:

$$\hat{p} = \hat{M} - \hat{k} \qquad [8]$$

Como la [8] no depende de b, la «senda de silla» (generada por la [7], como en general por todos los modelos con expectativas racionales) es también la descrita por la [8]. Podemos, por tanto, sustituir la [8] en la [6] y estudiar muy sencillamente la estabilidad de una simple ecuación diferencial no lineal.

$$\dot{b} = c_0 + c_1 b + c_2 b^2 \qquad [9]$$

$$c_0 = g - m_0 \hat{M} + m_2 (\hat{M} > - \hat{k})\, \hat{M}$$

$$c_1 = b_0 - (1 - b_2)(\hat{M} - \hat{k}) - \hat{k}$$

$$c_2 = b_1$$

Teniendo en cuenta que, con $\hat{M}$ constante, $\hat{p}$ y m son también constantes, la [9] se puede escribir así:

$$\dot{b} = (g - m\hat{M}) + \left[r(b) - \hat{k}\right] b, \qquad [10]$$

en donde m y $\hat{p}$ son constantes y $r(= b_0 + b, b - (1 - b_2)\hat{p})$ es el tipo de interés real.

En caso de que se tome $\hat{M}$ como dato, la [10] se diferencia del modelo tradicional solamente por la dependencia positiva de r de b y es un caso particular del modelo considerado en Galli (1985), al cual se remite al lector para la demostración de las dos siguientes proposiciones:

1. Condición necesaria y suficiente para la estabilidad es que:

$$c_1 < 0, \Delta > 0, \bar{b} < \frac{1}{2c_0}\ (-c_1 + \Delta^{1/2}) \qquad [11]$$

$$\Delta = c_1^2 - 4\ c_2\ c_0 \qquad [12]$$

$\bar{b}$ = deuda inicial

2. La condición [11] es más estricta que la condición $r < \hat{k}$, en el sentido de que la observación de que en un momento dado r es menor que $\hat{k}$ no garantiza que b tienda asintóticamente a un valor finito.

Respecto al modelo de Galli (1985), el modelo [9] permite tener en cuenta los efectos de $\hat{M}$ sobre la demanda de dinero y sobre el tipo de interés real.

Diferenciando la [9] respecto a $\hat{M}$, tenemos

$$\frac{d\hat{b}}{d\hat{M}} = \left[-\bar{b}\ (1 - b_2) \right] - \left[m_0 - m_2\ (2\hat{M} - \hat{k}) \right] -$$

$$- \left[\frac{db}{d\hat{M}_{\hat{b}=\bar{b}}}\ (c_1 + 2\ c_2\ \bar{b}) \right], \qquad [13]$$

en donde el término $\frac{db}{d\hat{M}}$ aparece por el hecho de que unas variaciones no anticipadas de la tasa de inflación determinan (en un modelo con expectativas racionales) un «salto» inicial de nivel de precios. Este «salto» puede calcularse utilizando las dos ecuaciones siguientes:

$$\frac{M}{pk} = m_0 - m_2\hat{p} = m_0 - m_2(\hat{M} - \hat{k})$$

$$b = \frac{B}{pk}$$

Resolviendo para b en función de $\hat{M}$ tenemos

$$b = \frac{B}{M}\ \left[m_0 - m_2\ (\hat{M} - \hat{k}) \right]$$

de donde

$$\frac{db}{d\hat{M}_{b=\bar{b}}} = -m_2\ \frac{B}{M} = -\ m_2\ \frac{\bar{b}}{m} \qquad [14]$$

en donde $\bar{m}$ es el nivel inicial de los saldos monetarios reales.

Un aumento de $\hat{M}$ tiene tres efectos sobre la dinámica de la deuda, correspondientes a los tres corchetes de la formulación [13]. El primer efecto consiste en la reducción del tipo de interés real y, por tanto, de la carga de la deuda en un importe igual a $\bar{b}\ (1 - b_2)$. Cuanto mayor sea la sustituibilidad entre títulos y capital real, tanto menor será este efecto (b_2 cercano a la unidad). Si la sustituibilidad es perfecta, el tipo nominal aumentará en la misma medida que la inflación manteniendo el tipo de interés real sobre los títulos públicos igual a aquel (exógeno) sobre el capital real.

El segundo corchete en [13] mide el efecto del impuesto inflacionario: es estabilizador para valores de $\hat{M}$ inferiores a $\frac{m_0}{2m_2} + \frac{1}{2}\ \hat{k}$. Para valores superiores a este umbral, la base del impuesto inflacionario se reduce más de lo que aumenta la alícuota. Este es el conocido problema del impuesto inflacionario óptimo: la recaudación máxima se obtiene cuando la elasticidad de la demanda de dinero con respecto a la tasa de inflación es unitaria. Más allá de este punto la recaudación desciende al aumentar la inflación (ver, por ejemplo, Fazio y Masera, 1983).

El tercer efecto consiste en la reducción del nivel inicial de la deuda: un aumento no anticipado del crecimiento monetario impone una pérdida de capital a los poseedores de títulos públicos (nótese que esta se da incluso en el caso, considerado en este modelo, de que los títulos sean a plazo muy breve). Para valorar la importancia de este efecto, se pueden utilizar las definiciones de c_1 y c_2 y escribir.

$$c_1 + 2c_2\ b = (\bar{r} - \hat{k}) + b_1\bar{b},$$

en donde $\bar{r}$ es el nivel inicial del tipo de interés real.

La reducción del *stock* real tiene dos efectos. Supongamos que $(\bar{r} - \hat{k})$ reduce la dinámica de b si $\bar{r} > \hat{k}$. Ello tiene también un efecto ciertamente estabilizador en cuanto reduce el nivel inicial del tipo real ($b_1 > 0$).

Se observa que pueden existir valores de los parámetros tales que el sistema sea inestable con cualquier tipo de crecimiento del dinero. Formalmente, ello sucede en los casos en que la desigualdad cuadrática $\Delta\ (\hat{M}) > 0$ (en donde Δ viene definida por la [12]) no tiene soluciones reales. Condición necesaria para que ello se verifique es que la función $\Delta\ (\hat{M})$ exhiba concavidad hacia abajo, es decir, que

$$4b_1\ m_2 > (1 - b_2)^2 \qquad [15]$$

La [15] se cumple tanto más fácilmente cuanto más cercano está b_2 a la unidad (en este caso $\hat{M}$ no tiene efectos directos sobre el tipo de interés real) y cuanto más elevados sean los valores de b_1 (efecto de la deuda sobre el tipo de interés) y m_2 (efecto de la inflación sobre la demanda de dinero). Una vez verificada la [15] es suficiente que el discriminante de $\Delta\ (\hat{M})$ sea negativo, o sea, que g (el déficit primario) sea mayor que la siguiente cantidad positiva:

$$\frac{\{\hat{k}\ [2(1-b_2)\ b_2 - 4b_1m_2]\ + 4b_1m_0 - 2(1-b_2)b_0\ \}^2}{16\ b_1\ [4\ b_1m_2 - (1-b_2)^2]}$$

para que el sistema sea inestable con cualquier tasa de crecimiento del dinero.

Consideremos finalmente, y de modo informal, el caso más general en que $m_1 \neq 0$. Para una determinada tasa de inflación, es evidente que $m_1 > 0$ es estabilizante, ya que al crecer la deuda aumenta la demanda de dinero y con ello el beneficio de acuñación, y viceversa si $m_1 < 0$. La complicación deriva del hecho de que al crecer la demanda de dinero real (en el caso de que $m_1 > 0$) se reduce la tasa de inflación, determinando un efecto positivo (es decir, desestabilizador) sobre el tipo de interés real.

APENDICE 2

En el epígrafe I.3 se ha obtenido la siguiente ecuación diferencial del primer orden no lineal:

$$\dot{b} = \frac{Pb^2 + \sigma b - \tau}{1 + b} \qquad [1]$$

en donde

$$\rho = \frac{1 - a}{m}(\hat{y} - r)$$

$$\sigma = a(r - \hat{y}) - g\frac{(1-a)}{m}$$

$$\tau = ag$$

$$\omega = \frac{(1 - a)}{m}$$

El discriminante asociado al numerador de la [1] tiene la siguiente expresión:

$$\Delta = [a(r - \hat{y}) + \frac{1 - a}{m} g]^2.$$

Bajo las hipótesis $0 < a < 1$, $r > \hat{y}$, $g > 0$, $m > 0$ resulta $\rho < 0$, $\tau > 0$, $\Delta > 0$.

Las soluciones de la [1] para $\dot{b} = 0$ son, pues, reales y distintas, una positiva y otra negativa para todos los valores posibles de a. En particular, la solución positiva viene dada por

$$b^* = \frac{a}{1 - a} m$$

y, sustituyendo b^* en la [22] del texto, se obtiene

$$\hat{p}^* = \frac{a(mr - g) - (m\hat{y} - g)}{m(1 - a)}$$

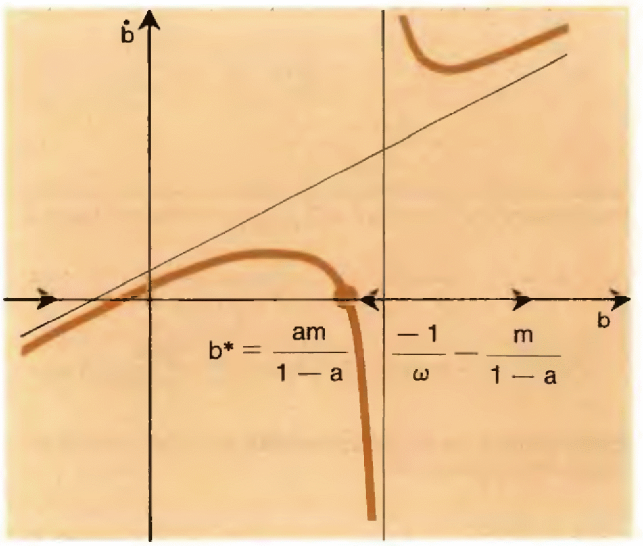
En el plano $(\dot{b}, b)$, la [1] es la hipérbola que tiene por asíntotas las rectas de ecuaciones

$$b = -1/\omega$$

$$\dot{b} = \frac{\rho b}{\omega} + \frac{\sigma\omega - \rho}{\omega^2}$$

la dirección es del tipo siguiente (gráfico A)

GRAFICO A



De la [22] del texto resulta que $\hat{p} > 0$ supone que $b < \frac{m}{1-a}$.

Por lo tanto, la zona del gráfico que interesa está a la izquierda de la asíntota vertical. Así pues, existe el equilibrio y es estable. Se demuestra fácilmente que

$$\frac{db^*}{da} = \frac{m}{(1 - a)^2} > 0$$

$$\frac{d\hat{p}^*}{da} = \frac{r - \hat{y}}{(1 - a)^2} > 0.$$

Por otra parte, utilizando también la [22] del texto tenemos que dado b

$$\frac{d\hat{p}}{da} = \frac{m(b\hat{y} - g - rb)}{(m - b + ab)^2} < 0$$

De ello se consigue que, partiendo de una situación de equilibrio, un aumento de la financiación monetaria ($da < 0$) determine un aumento de $\hat{p}$ inicialmente, pero su reducción posterior respecto al nivel inicial en estado estacionario.

APENDICE 3

En el párrafo II.2 se han obtenido las siguientes ecuaciones dinámicas:

$$\hat{d} = g + (r - \hat{y})\, d \qquad [1]$$

$$\hat{w} = 1 - \tau + re - (\beta + \hat{y})\, w \qquad [2]$$

$$\hat{y} = \hat{x} + \frac{\beta \hat{w}}{1 - \gamma - \beta w} \qquad [3]$$

Por sustitución de la [3] en las [1] y [2] se obtiene el sistema

$$\hat{d} = g + \left(r - \hat{x} - \frac{\beta \hat{w}}{1 - \beta w - \gamma}\right) d \qquad [4]$$

$$\hat{w} = 1 - \tau + rd - \left(\beta + \hat{x} + \frac{\beta \hat{w}}{1 - \beta w - \gamma}\right) w \qquad [5]$$

Explicitando $\hat{w}$ en [5] y sustituyendo en [4] se obtiene un sistema de forma normal:

$$\hat{w} = \frac{1 - \beta w - \gamma}{1 - \gamma}\left[1 - \tau + r\, d - (\beta + \hat{x})\, w\right] = f_1(w,d) \qquad [6]$$

$$\hat{d} = g + \left[r - \hat{x} - \frac{\beta}{1-\gamma}(1 - \tau + rd) + \frac{\beta}{1-\gamma}(\beta + \hat{x})w\right] \qquad [7]$$

$$d = f_2(w,d)$$

Unas posibles condiciones de equilibrio están representadas por la intersección en el plano (d,w) de las curvas obtenidas haciendo $\hat{w} = 0$, $\hat{d} = 0$ en las ecuaciones [6] y [7] respectivamente:

$$\hat{w} = 0 \quad \frac{1 - \beta w - \gamma}{1 - \gamma}\left[1 - \tau + rd - (\beta + \hat{x})w\right] = 0$$

siendo $1 - \gamma > 0$

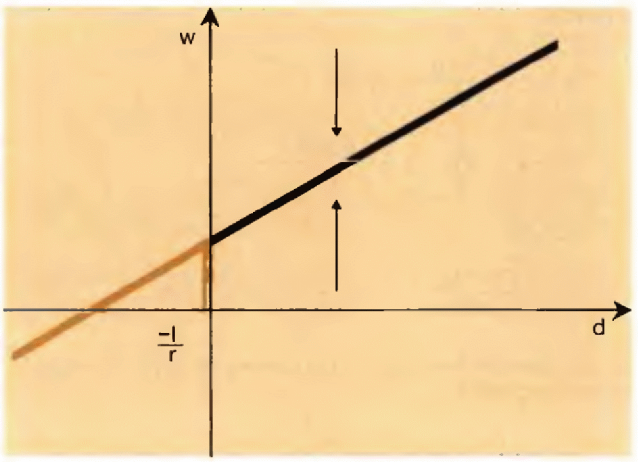
$$1 - \beta w - \gamma > 0 \Rightarrow w < \frac{1 - \gamma}{\beta}$$

$$\beta + \hat{x} > 0$$

resulta

$$w = \frac{r}{\beta + \hat{x}} = d + \frac{1 - \tau}{\beta + \hat{x}} \qquad [8]$$

GRAFICO B



En el primer cuadrante $\hat{w} > 0$ de la primera parte del plano comprendida entre la recta, el eje w y el eje d

$$\hat{d} = 0\; g(1 - \gamma) + (r - \hat{x})(1 - \gamma)\, d - \beta(1 - \tau + rd)\, d +$$

$$+ \beta(\beta + \hat{x}) wd = 0$$

siendo $d > 0$

$$\beta > 0$$

$$\beta + \hat{x} > 0$$

resulta

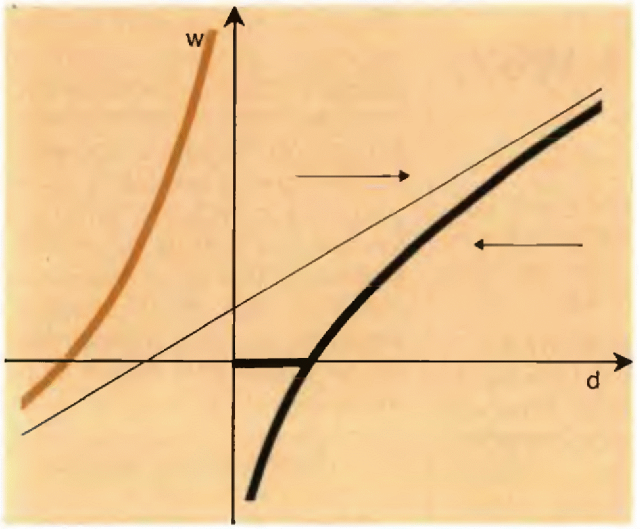
$$w = \frac{\beta r d^2 - d\,[(r - \hat{x})(1 - \gamma) - \beta(1 - \tau)] - g(1 - \gamma)}{(\beta + \hat{x})d} \qquad [9]$$

La curva [9] es una hipérbola que tiene por asíntota las rectas

$$d = 0 \qquad [10]$$

$$w = \frac{r}{\beta + \hat{x}}\, d + \frac{\beta(1 - \tau) - (r - \hat{x})(1 - \gamma)}{\beta(\beta + \hat{x})} \qquad [11]$$

GRAFICO C



En el primer cuadrante $\dot{d} > 0$ en la parte del plano comprendido entre el eje *w*, el eje *d* y la rama de la hipérbola (gráfico C).

La asíntota oblicua de la ecuación [11] de la hipérbola y la recta [8] son paralelas en cuanto que tienen el mismo coeficiente angular.

De ello se deriva que no puede haber puntos de equilibrio si la recta está sobre la asíntota, es decir, si:

$$\frac{\beta\,(1-\tau)-(r-\hat{x})\,(1-\gamma)}{\beta\,(\beta+\hat{x})} < \frac{1-\tau}{\beta+\hat{x}}$$

de donde siendo $\beta > 0$

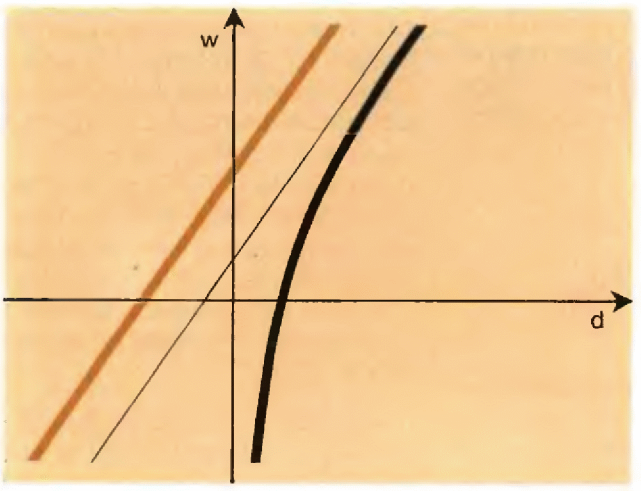
$$\beta + \hat{x} > 0$$

resulta

$$r - \hat{x} > 0 \qquad [12]$$

Gráficamente tenemos el caso siguiente (gráfico D)

GRAFICO D

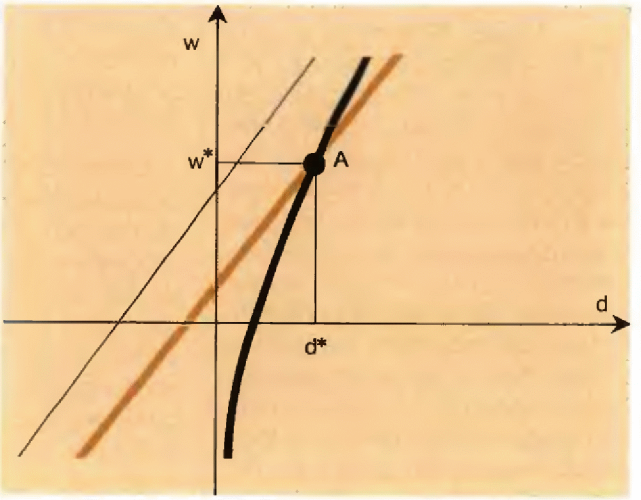


Existe, por el contrario, un punto de intersección si la recta [8] está por debajo de la asíntota, es decir si resulta que

$$r - \hat{x} < 0 \qquad [13]$$

Gráficamente tenemos el caso siguiente (gráfico E)

GRAFICO E



El punto de intersección $A\,(d^*, w^*)$ tiene las coordenadas:

$$d^* = \frac{g}{\hat{x}-r} \qquad [14]$$

$$w^* = \frac{1-\tau}{\beta+\hat{x}} + \frac{r}{\beta+\hat{x}}\;\;\frac{g}{\hat{x}-r} \qquad [15]$$

que se obtiene resolviendo el sistema [8] — [9].

Dado que la parte del plano de interés es aquella para la que $w < \frac{1-\gamma}{\beta}$, tenemos efectivamente un punto de equilibrio estable si

$$w^* < \frac{1-\gamma}{\beta}$$

o sea

$$\frac{1}{\beta+\hat{x}}\left[1-\tau+r\;\;\frac{g}{\hat{x}-r}\right] < \frac{1-\gamma}{\beta},$$

que se cumple tanto más fácilmente cuanto más elevados sean $\hat{x}$ y τ, y más pequeños sean β, *r*, *g* y γ.

DEFICIT PUBLICOS Y DEUDA PUBLICA: EL CASO DE BELGICA (1974-1987)

Víctor VAN ROMPUY y Bernard NAUDTS

DESDE 1975 la evolución normal de la economía belga se ha visto distorsionada por la aparición de considerables déficit públicos, que se han traducido en elevados niveles de deuda pública. A partir de 1982 las autoridades públicas belgas han intentado poner remedio a esta situación. En la sección I de este artículo se presentan los hechos y unos breves antecedentes. En las secciones II y III se presentan las causas y consecuencias, y todo ello se resume en la sección IV.

I. HECHOS

1. El entorno económico belga

Antes de adentrarnos en los problemas del sector público, quizá resulte apropiado ofrecer una visión general de la economía belga dentro de un contexto internacional. El paro, la deuda y el déficit público son los rasgos más destacables.

2. Deuda y déficit del gobierno central (1)

Como puede apreciarse en el gráfico 1, el déficit por cuenta corriente se elevó desde el equilibrio en 1974 a un máximo del 7,8 por 100 del PNB en 1982, en tanto que el déficit de la cuenta de capital se elevó sólo moderadamente, desde aproximadamente un 3 por 100 en los años 70 hasta el 4,5 por 100 en 1982. Estos dos efectos acumulativos produjeron un déficit público total del 12,9 por 100 del PNB en 1982.

Desde 1982 en adelante los sucesivos gobiernos han tratado de reducir este déficit estimulando el crecimiento (a través del descenso de los salarios reales y la devaluación del franco belga) y reduciendo tanto los gastos corrientes como los de capital. Esto tendrá como resultado un déficit en torno al 7,4 por 100 del PNB en 1988.

A causa de estos déficit crecientes y los altos tipos de interés, tanto belgas como internacionales, encontrar financiación a través del ahorro privado ha sido cada vez más difícil. Como consecuencia, durante los años 1979-84 la financiación exterior del déficit alcanzó cotas sin precedentes.

El moderado *ratio* de la deuda sobre el PNB, de aproximadamente el 40 por 100 en los años 70 (2), se multiplicó por más de dos en los últimos años, alcanzando el 106 por 100 en 1986 (ver gráfico 3). Esto provocó un cambio en la composición de la deuda, que pasó de ser principalmente deuda interior a largo plazo a convertirse en deuda exterior a corto y medio plazo.

3. Déficit reales y estructurales (3)

En los párrafos precedentes hemos reseñado el rápido deterioro de las variables financieras públicas y los primeros intentos de devolver al sistema a una posición de equilibrio. A menudo se argumenta que, para apreciar los efectos «reales» de estos cambios, es necesario tener en cuenta los efectos de la inflación y del ciclo económico (4). Nosotros queremos recalcar que estos déficit corregidos no son necesariamente una representación mejor del impacto total real en el entorno económico que los simples déficit nominales. Sin embargo, estas técnicas pueden ser válidas para evaluar algún efecto específico.

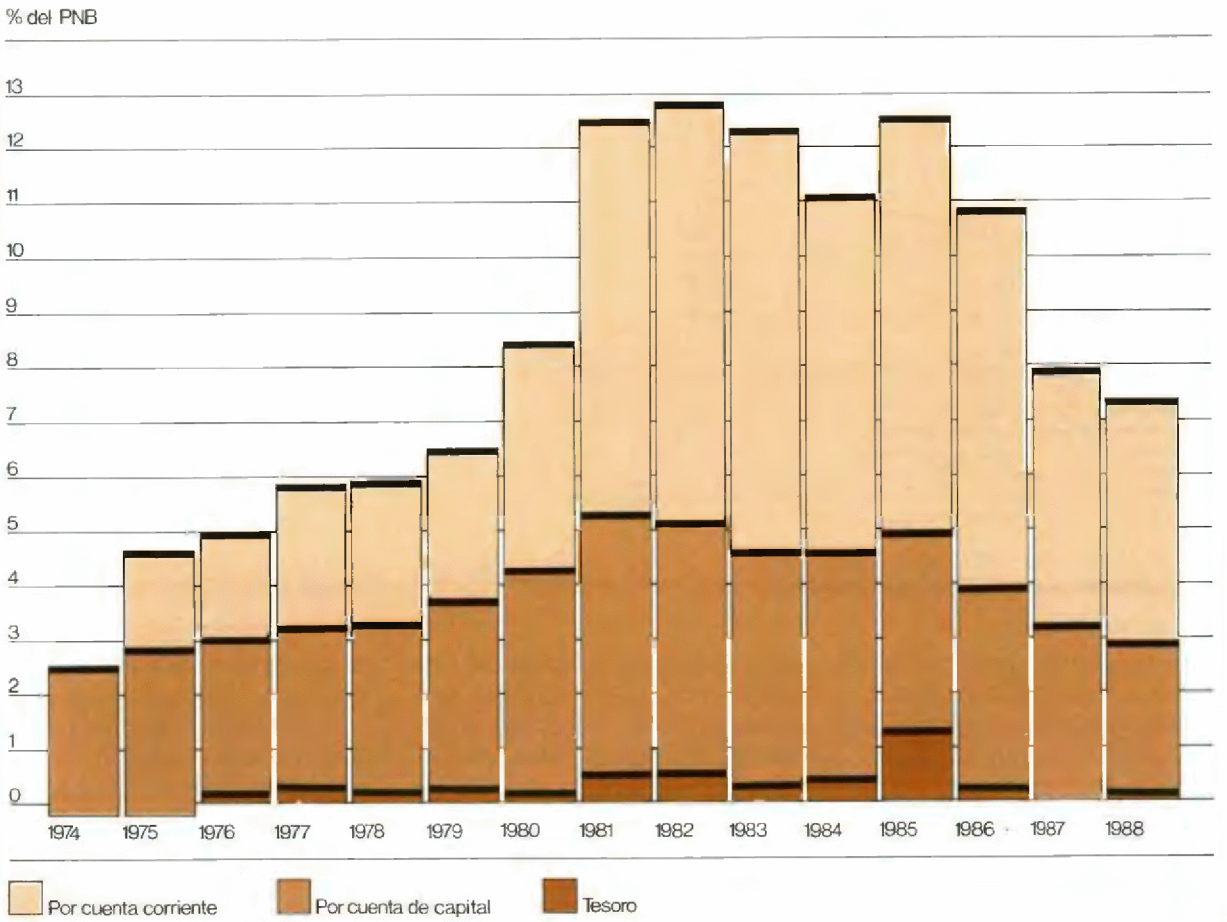
3.1. Corrección por inflación

La principal razón para corregir el efecto de la inflación sobre el déficit es el llamado «impuesto inflacionario». La inflación erosiona el valor de la deuda pendiente de amortizar, y esto facilita al gobierno renovar la deuda existente a su vencimiento. Sin embargo, el gobierno tendrá que compensar a los poseedores de bonos públicos por esta pérdida a través de tipos de interés más altos en la deuda nueva o renovada. Así, el impuesto inflacionario soportado por las economías domésticas en general es igual a la diferencia entre la pérdida en el poder adquisitivo sobre la deuda y el interés nominal percibido.

Debido a que parte del pago por intereses no es una indemnización por la inflación sino simplemente una compensación real por el uso del capital, el total de pagos por intereses no puede ser deducido del déficit para obtener el déficit real. Esta retribución real estaría cercana al tipo de interés global de otros activos financieros (5). Los resultados de estas correcciones se ofrecen en el cuadro n.° 2.

Dejando a un lado ciertas debilidades conceptuales que son difíciles de remediar (como la po-

GRAFICO 1
DEFICIT DE LA ADMINISTRACION CENTRAL (1974-1988)



sible diferencia ente la inflación actual y la esperada), surgen otras objeciones más esenciales. Como antes hemos mencionado, no creemos que estas correcciones tengan en cuenta todos los efectos posibles de la inflación sobre el déficit público. La inflación no sólo afecta al pago por intereses del gobierno, sino que también eleva otros gastos. Asimismo, se podría esperar una compensación natural por el lado de los ingresos (6), debido a la no indiciación de los tramos impositivos. Sin embargo, como Bélgica es una economía pequeña y abierta, una tasa de inflación mayor tenderá a causar un rápido declive del crecimiento real que empeorará el déficit público por los menores ingresos y los mayores gastos para atender al desempleo.

Otra posible objeción es que no existe una razón clara por la cual las economías domésticas reinviertan necesariamente la compensación recibida por la inflación en títulos públicos. El gobierno tendrá que ser competitivo en los mercados financieros, además de financiar tanto su déficit primario (antes de pagar intereses) como los propios pagos por intereses. Esto llevaría obviamente a tipos de interés reales más altos y también mayores pagos futuros por intereses.

3.2. Déficit estructural

Un ajuste cíclico del déficit sólo tiene sentido cuando se intenta describir la orientación fundamental de la política fiscal. No implica de ningún modo que el impacto

CUADRO N.° 1

PRINCIPALES INDICADORES ECONOMICOS

	1974-1981		1982-1986		1986
	EC	*Bélgica 1*	*EC*	*Bélgica 1*	*Belgica 1*
PIB a precios constantes (a)	2,0	2,0	1,8	1,1	1,6
Tasa de paro (b)	5,1	7,4	10,8	13,7	13,0
Tasa de inflación	12,1	7,8	7,0	5,4	1,2
Balanza de pagos (c) (d)	—0,4	—0,9	0,2	0,9	3,2
Tipos de interés a largo plazo (e)	10,9	10,0	10,8	10,7	7,4
Déficit público (f)	4,1	7,4	5,2	11,8	10,9
Total impuestos (f) (g)	40,8	41,7	43,8	44,7	46,1
Deuda pública (f)	44,9	54,3	55,7	94,3	106,1

(a) Tasa de crecimiento anual
(b) Debido a cambios en la definición del paro registrado, las cifras de antes y después de 1985 no son totalmente comparables para Bélgica
(c) Porcentaje del PIB
(d) Bélgica = Bélgica + Luxemburgo
CE = 10 Miembros (excluidos España y Portugal)
(e) Bélgica (período 1) = Bélgica + Luxemburgo
CE (período 1) = 10 miembros
CE (período 2) = 6 miembros (Alemania, Francia, Reino Unido, Italia, Holanda y Bélgica)
(f) Para la CE: porcentaje de PIB; para Bélgica: porcentaje de PNB
(g) Período 1 = 1975-1981
Fuente: DE, Ministerio de Hacienda belga, Banco Central belga.

sobre la economía de los déficit nominales no sea válido. Aún más, los resultados de estos ejercicios de corrección son muy sensibles a la senda de crecimiento de la economía elegida. Asimismo, las fases expansivas y recesivas del ciclo económico deberían ser aproximadamente de la misma amplitud.

Sólo teniendo presentes las muy restrictivas hipótesis bajo las cuales se calculan los déficit presupuestarios estructurales podemos contemplar las cifras del cuadro n.° 2. Resulta obvio que incluso los déficit corregidos eran alarmantes a principios de los 80. Desde entonces se han conseguido considerables mejoras. La única conclusión firme que podemos esbozar a partir de este cuadro es que, aún en los últimos años, el gobierno está proporcionando una inyección real a la economía. Los resultados también muestran que una continuación de la política actual podría tener (posiblemente ya en 1987) un efecto recesivo real.

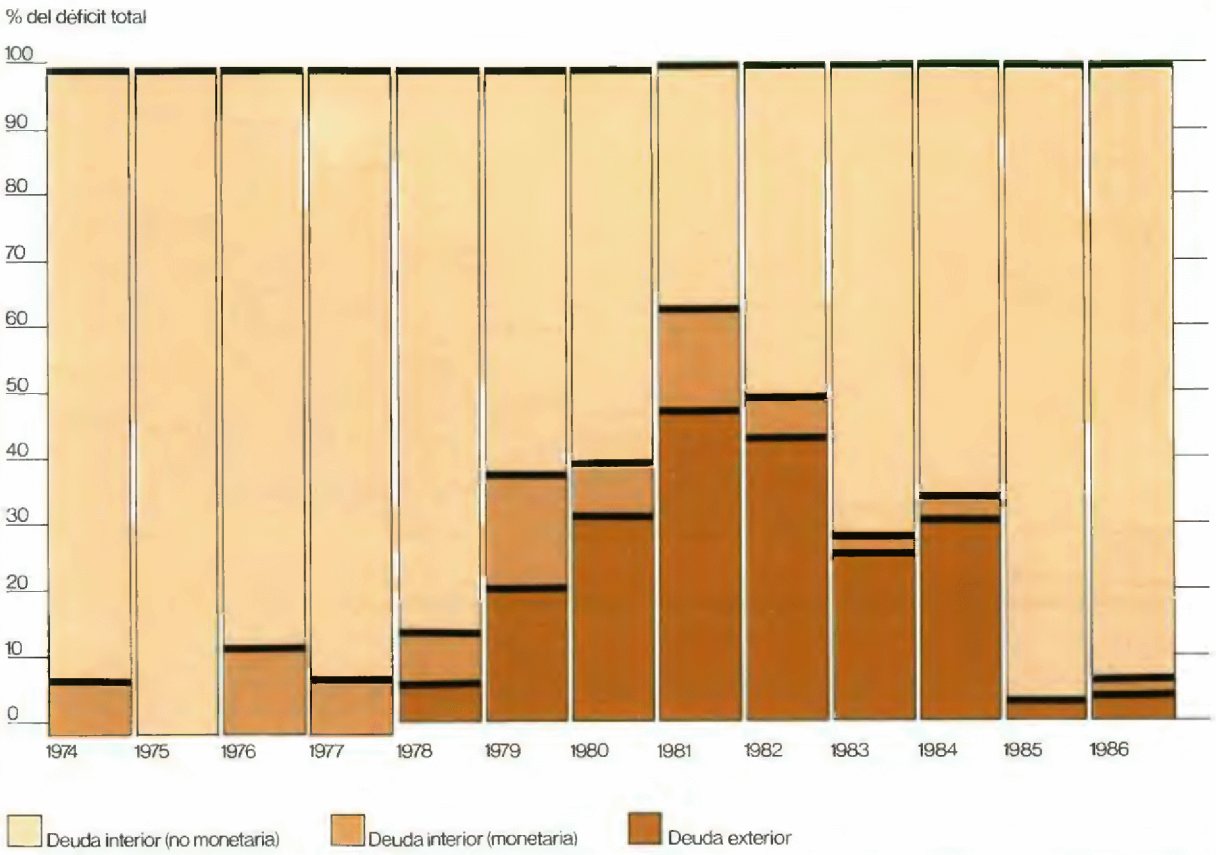
CUADRO N.° 2

SALDO PRESUPUESTARIO ESTRUCTURAL DEL GOBIERNO CENTRAL (a)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
1. Necesidades de financiación netas	—12,8	—11,1	—11,7	—9,9	—8,6	—7,4
2. Ajuste por inflación	4,9	6,2	6,0	6,4	7,0	7,0
3. Déficit ajustado por inflación (1 + 2)	—7,9	—4,9	—5,7	—3,5	—1,6	—0,4
4. Impacto del ciclo	0,6	0,3	—0,6	—0,2	0,1	0,4
5. Déficit estructural (1 — 4)	—12,2	—10,8	—11,1	—9,7	—8,7	—7,8
6. Déficit estructural ajustado por inflación (1 + 2 — 4)	—8,5	—4,6	—5,1	—3,3	—1,7	—0,8

(a) Porcentaje del PIB
Fuente: European Economy (1984-1985).

GRAFICO 2
FINANCIACION DE LOS DEFICIT (1974-1986)



4. Sostenibilidad del endeudamiento público

4.1. Dinámica del ratio *deuda/PNB*

La aritmética de la explosividad del *ratio* deuda/PNB es generalmente bien conocida (7). La conclusión básica es que la situación se vuelve explosiva cuando el tipo de interés de la deuda es mayor que la tasa de crecimiento del PNB (dado un déficit primario constante). Esta situación se ha dado permanentemente en Bélgica desde 1978 (ver gráfico 4). Por ello, Bélgica tendrá que reducir el exceso de los tipos de interés sobre la tasa de crecimiento y el déficit primario para retrasar un posible colapso final.

4.2. Análisis dinámico de los gastos por intereses (8)

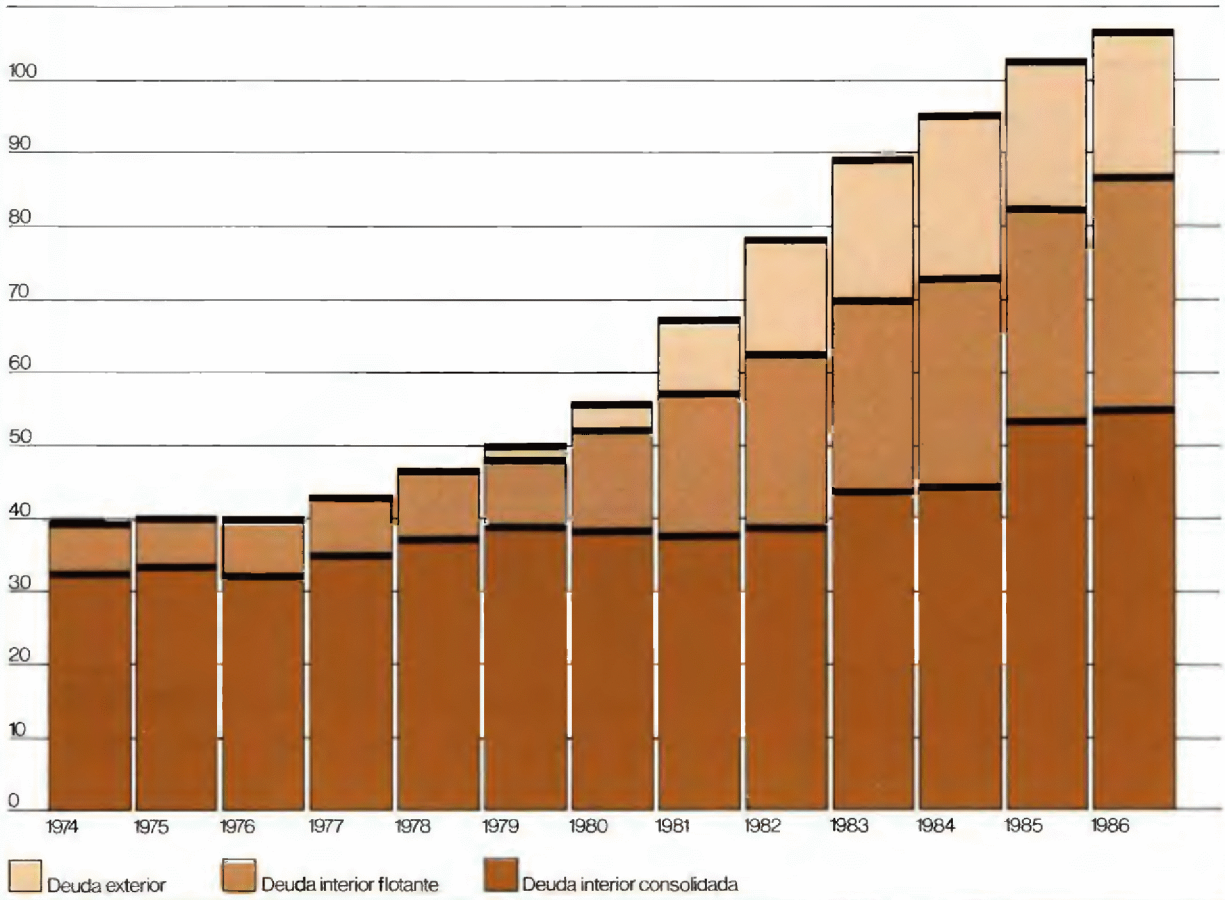
El gráfico 5 nos muestra la participación creciente en los gastos públicos totales de los gastos por intereses. A causa de la drástica reducción de los gastos, el déficit primario incluso se ha convertido en superávit.

D. Pieters (1987) ha calculado que en el período 1975-86 la principal causa de los crecientes gastos por intereses fue la creciente deuda pública. Los cambios en el tipo de interés sólo explican un 29 por 100 de la variación total. Sin embargo, en el período del rápido crecimiento de la deuda (1975-1981) los crecientes tipos de interés jugaron un papel más importante (cerca del 58 por 100).

El gráfico 6 (9) muestra cómo crecerán los gastos por intereses en los próximos años si el tipo de interés, la tasa de crecimiento del PNB y el déficit primario permanecieran a los niveles de 1985 hasta 1988. La mejora en 1986 es debida, en su mayor parte, a un tipo

GRAFICO 3

ESTRUCTURA DE LA DEUDA PUBLICA (1974-1986)



CUADRO N.° 3

DEFICIT PRIMARIO CON GASTOS POR INTERESES ESTABILIZADOS (a)

i / *g*	*6*	*7*	*8*	*9*	*10*	*11*	*12*
2	5,73	6,14	6,45	6,69	6,88	7,04	7,17
3	4,30	4,91	5,37	5,73	6,02	6,25	6,45
4	2,87	3,69	4,30	4,78	5,16	5,47	5,73
5	1,43	2,46	3,22	3,82	4,30	4,69	5,02
6	0,00	1,23	2,15	2,87	3,44	3,91	4,30
7	—1,43	0,00	1,07	1,91	2,58	3,13	3,58
8	—2,87	—1,23	0,00	0,96	1,72	2,35	2,87

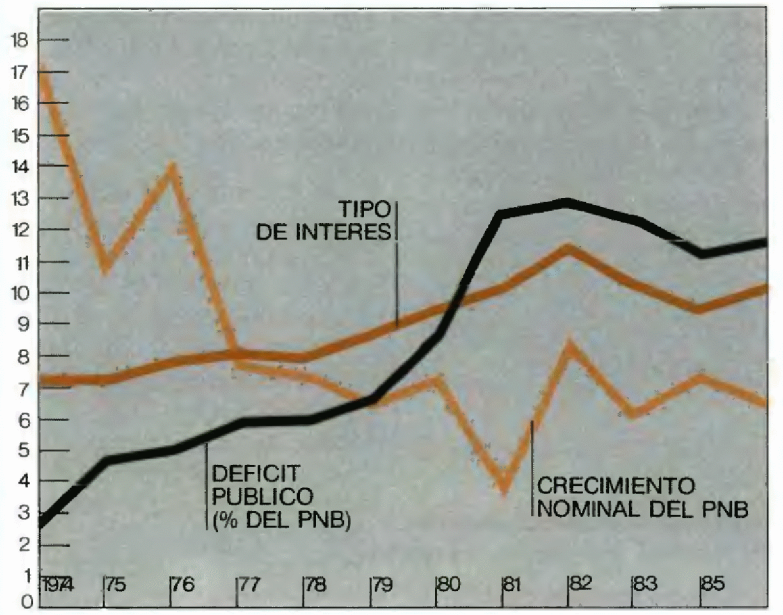
(a) Porcentaje del PIB
i: tipo de interes nominal implícito de la deuda pública
g: tasa de crecimiento nominal de la economía
Las cifras del recuadro corresponden a los valores realmente relevantes de i y g.

de interés menor. Las menores expectativas de crecimiento y los tipos de interés ligeramente más altos son la causa del pequeño deterioro en 1987 (a pesar del sustancial recorte del déficit primario).

Si el gobierno utiliza el déficit primario como instrumento para estabilizar los pagos por intereses (como en el caso de Bélgica), se necesita un considerable superávit primario en la situación económica presente (ver cuadro número 3) (10). El cuadro ofrece, para varias combinaciones de *i* (tipo de interés) y *g* (tasa de crecimiento del PNB), el valor del déficit primario necesario para estabilizar los gastos por intereses a largo plazo (30 años). Bajo las circunstancias actuales, el nivel de estabilización de los pagos por intereses sería de un superávit del 3,5 al 4 por 100 (ahora es del 0,5 por 100).

GRAFICO 4

TIPO DE INTERES, CRECIMIENTO Y DEFICIT (1974-1985)



5. La política de recuperación desde 1982

En 1981-82 aparecieron varias señales de alarma: el tipo de interés nominal de la deuda pública y el *ratio* del déficit sobre el PNB estaban persistente y sensiblemente por encima de la tasa de crecimiento del PNB, los tipos de interés subían vertiginosamente, los gastos primarios estaban siendo «expulsados» por los pagos de intereses, la forma de financiar el déficit conducía a un sustancial incremento de la base monetaria y el diferencial de los tipos de interés interiores e internacionales se incrementaba debido a los mayores déficit públicos esperados y a las dudas sobre el tipo de cambio futuro de la moneda nacional.

En consecuencia, en 1982 el gobierno recién elegido juzga la situación general, económica y financiera, como insostenible. Una primera serie de medidas apunta hacia el estímulo de las exportaciones y de la inversión privada. Los instrumentos utilizados fueron una devaluación del 8 por 100 del franco belga, una austera política de rentas y una estabilización de los gastos públicos primarios reales.

Siguieron, en 1984 y 1986, nuevas medidas: mayores impuestos municipales (especialmente en las grandes ciudades), transferencia de un 2 por 100 del incremento de los salarios al sistema de seguridad social, recortes adicionales en los gastos primarios del gobierno (educación, beneficios sociales, administración pública...) y en la inversión pública, y la conversión de parte de los gastos por intereses (a pagar a las instituciones financieras) en nueva deuda. El efecto sobre los déficit se puede observar en el gráfico 1.

Todo esto puede llevar a pensar que los asuntos económicos y fiscales tienden a normalizarse. Sin embargo, queda todavía un largo y difícil camino por recorrer. Los párrafos anteriores han mostrado que el *ratio* de la deuda sobre el PNB, los déficit, el gasto público y los impuestos son todavía muy altos, y la tasa de crecimiento real del PNB demasiado baja. Incluso el efecto perverso de «bola de nieve» del déficit público sobre los gastos por intereses y el crecimiento de la tasa de deuda pública no han sido detenidos todavía.

Para atajar estos problemas, el gobierno belga tiene poco margen de maniobra. Los tipos de interés

y la tasa de crecimiento dependen, en gran medida, de la evolución internacional. Debido a los altos tipos impositivos, el único instrumento disponible para reducir los *ratios* del déficit y de la deuda es un mayor recorte de los gastos primarios. La elección es, pues, qué gastos reducir y cuáles mantener. Aún más, la implantación de una política fiscal de este tipo se ve dificultada tanto por la resistencia de los grupos de presión afectados como por la consideración política de que, a corto plazo, se pueden dar efectos negativos sobre la demanda agregada, el crecimiento y el empleo.

II. CAUSAS

La «estanflación» (estancamiento + inflación) mundial que siguió a la primera crisis del petróleo tuvo para una economía pequeña y abierta como la belga efectos devastadores sobre su funcionamiento. Debido a la falta de competitividad en los mercados internacionales, a una débil estructura industrial, a los altos costes laborales relativos y a un tipo de cambio sobrevaluado, la balanza de pagos por cuenta corriente arrojó altos déficit. Los tipos de interés nacionales e internacionales se dispararon al alza, y todo esto hizo que el crecimiento real se detuviese completamente en 1981.

La decepcionante evolución del sector real tuvo, por supuesto, repercusión sobre las variables financieras, y en particular sobre el gasto público y los ingresos fiscales. Las principales causas del incremento de los gastos fueron los mayores subsidios de paro, el apoyo a sectores industriales envejecidos y la indiciación de los salarios de los funcionarios públicos y de las pensiones. Otros gastos se elevaron conjuntamente con el nivel general de precios. Finalmente, los crecientes tipos de interés combinados con un bajo crecimiento hicieron rodar la «bola de nieve» de los gastos por intereses y del déficit público. Todo esto no pudo ser compensado por mayores ingresos fiscales (ver también I.3.1.).

La inestabilidad política (seis elecciones generales y doce gobiernos desde 1974) impidió desarrollar una política consistente de crecimiento económico. Durante el periodo 1974-1982, los desacuerdos sociales y políticos fueron a menudo solventados dando a todo el mundo lo que pedía. Esto llevó a mayores gastos, a mayores impuestos y a dividir los recursos financieros disponibles entre todos los grupos sociales, culturales y regionales. Las señales de alarma mencionadas en la sección I.5. llevaron, en 1982, a un cambio sustancial en la política del gobierno.

III. CONSECUENCIAS

Los posibles efectos de *ratios* más altos de déficit y deuda son numerosos, y generalmente bien conocidos. Esta sección se limitará a algunos aspectos típicos del caso belga.

1. Tasa de crecimiento de la economía

Debido a su tipo de cambio practicamente fijo dentro del SME y al altísimo grado de sustitución del capital internacional, el nivel de los tipos de interés belgas está totalmente determinado por los tipos de interés internacionales y las expectativas sobre el tipo de cambio. Pero, tal como demuestran B. Naudts y E. Schokkaert (1987), la deuda pública tiene una significativa influencia en el tipo de cambio esperado. Las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda

CUADRO N.° 4

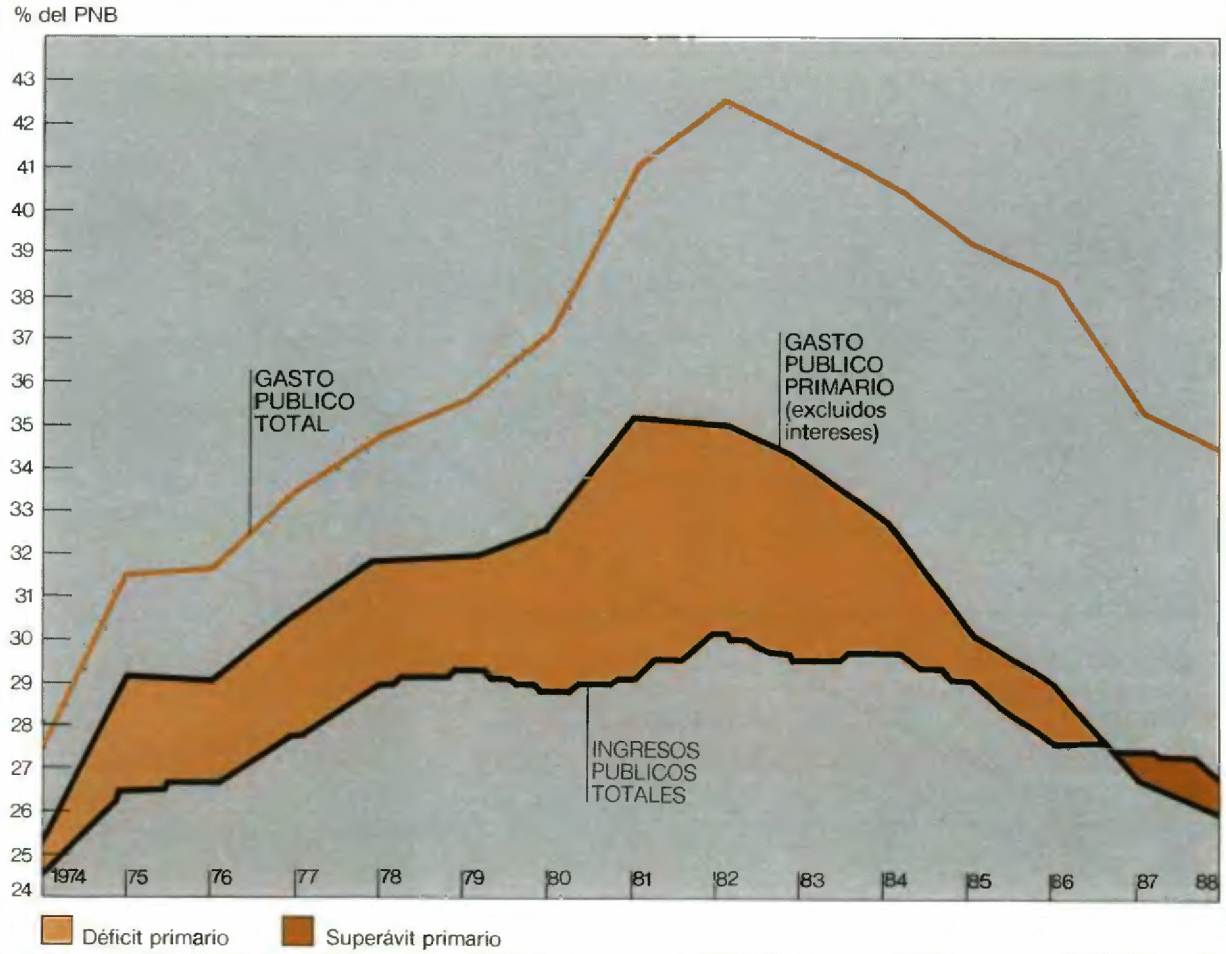
ALGUNAS VARIABLES FISCALES Y ECONOMICAS BELGAS

	1982	*1987*
Déficit público (% del PNB)		
— Nominal	—12,9	—8,1
— Nominal primario	—5,4	0,5
— Estructural ajustado a la inflación	—4,6	—0,8 (a)
Deuda pública		
— % del PNB	78,4	106,3 (a)
— Porcentaje anual de crecimiento	26,5	10,2 (a)
Gastos por intereses de los déficit públicos		
— % del PNB	7,5	8,6
— % de los gastos totales	18,3	24,3
PNB (tasa de crecimiento anual)		
— precios corrientes	8,6	3,3
— precios constantes	1,8	1,2
Tasa de paro	12,7	12,0
Tasa de inflación (índice de precios al consumo)	7,0	1,5
Tipo de interés (bonos públicos)	13,5	8,0
Balanza por cuenta corriente (% del PNB)	—2,8	2,9

(a) Valor de 1986

GRAFICO 5

DEFICIT PRIMARIO (1974-1988)



crean también incertidumbre acerca de las posibilidades del crecimiento futuro. Los ulteriores efectos contractivos sobre la inversión y el consumo de bienes duraderos son inmediatos.

La rápida expansión de la actividad financiera pública (incluyendo los gastos por intereses) no sólo se financió a través de mayores déficit, sino también mediante una elevación de los tipos impositivos. El tipo impositivo medio global creció del 38,2 por 100 en 1973 al 47 por 100 en 1982, estabilizándose a este nivel desde entonces. Una parte sustancial del incremento afectó a los impuestos sobre las nóminas. El alto coste de la mano de obra y los bajos tipos de crecimiento real tuvieron como consecuencia una alta tasa de desempleo en el sector privado.

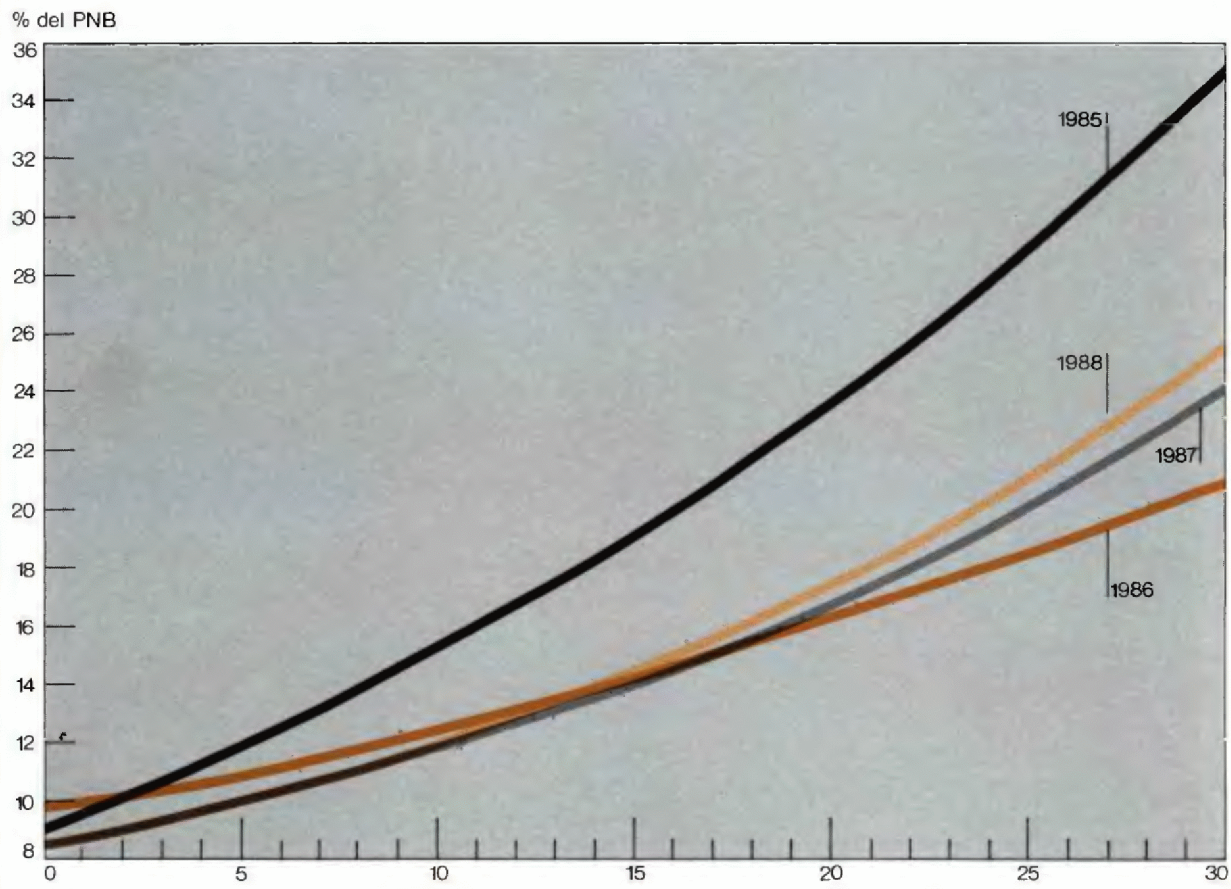
2. Distribución de los ingresos y la riqueza

Los altos déficit públicos y el fuerte incremento consiguiente en el nivel de deuda pública afectan a la distribución real de los ingresos y la riqueza, principalmente a través de su incidencia sobre los tipos impositivos. No todos los sujetos pasivos son poseedores de bonos públicos y, en todo caso, no en el mismo grado. Además su comportamiento es diferente, incluso cuando se trata de la misma persona.

Como V. Van Rompuy y E. Schokkaert (1986) han demostrado, el fuerte crecimiento de los pagos por intereses provoca bien una elevación de la carga fiscal o bien la expulsión del Presupuesto

GRAFICO 6

SIMULACIONES DE LAS CARGAS POR INTERESES DE LA DEUDA



de otros gastos públicos en años posteriores. Si el gobierno utiliza impuestos distorsionantes (por ejemplo, impuestos sobre las rentas del trabajo), se dará en ambos casos un descenso relativo del bienestar de las generaciones futuras.

3. Nivel general de precios

Durante el período considerado, la inflación fue causada principalmente por los bruscos cambios externos en los precios (1974 y 1980), por la devaluación del franco belga (1982) y por la indiciación de salarios y pensiones. De hecho, la inflación fue más bien una causa que una consecuencia de los déficit públicos.

A excepción de 1979-84, los grandes deficit fueron financiados por medio de la emisión de nuevos títulos de deuda (ver gráfico 2). Así, la financiación del déficit no tuvo ningún efecto sobre la base monetaria (y, por tanto, sobre el nivel de precios). Esto fue posible gracias al alto nivel de ahorro privado, al bajo nivel de la inversión privada y a la persistente actitud de confianza del público y de los intermediarios financieros hacia el endeudamiento público.

El período 1979-84 se caracterizó claramente por la financiación monetaria de la deuda. Hacia 1984 un cuarto de la deuda estaba denominada en divisas (ver gráfico 3). Sin embargo, las consecuencias monetarias internas fueron neutralizadas completamente por las ventas de divisas del banco central, realizadas para mantener el tipo de cambio de la moneda

nacional (11). El nivel general de precios permaneció, así, inalterado.

4. Balanza de pagos

Los déficit públicos afectaron a la balanza de pagos a través principalmente de su financiación. La deuda real en moneda extranjera se formó en un período (1980-1984) en el que la balanza por cuenta corriente arrojaba un fuerte déficit. Las transacciones públicas con el extranjero favorecieron la acumulación de activos exteriores del banco central, sin repercusiones sobre el volumen de la base monetaria (ver sección III.3).

El manejo de la deuda pública existente en la actualidad se da en un contexto de balanza de pagos excedentaria, de una importante acumulación de divisas en el banco central y de un clima de confianza entre los inversores extranjeros. Sin embargo, los pagos por intereses absorben el 1,2 por 100 del PNB. Esta cantidad debe ser considerada como una pérdida neta para la economía nacional, ya que la creación de la deuda externa no contribuyó a la formación interna de capital.

5. La política fiscal como instrumento para promover el bienestar

Los grandes déficit públicos y el alto nivel de deuda pública consiguiente inutilizan a la política fiscal como instrumento estimulador del bienestar social. Admitamos que en una pequeña economía abierta la política fiscal no resulta apropiada para estabilizar la economía en el corto plazo. Sin embargo, los impuestos, el gasto público, la inversión, los subsidios y las pensiones actúan ciertamente sobre el bienestar económico y social a largo plazo. Actualmente, los responsables de la política económica belga tienen un reducido margen de maniobra, provocado por la difícil situación financiera, en lo que se refiere a cuestiones como la reforma fiscal, la promoción de la educación científica y las actividades culturales, la creación de la infraestructura adecuada y la redistribución equitativa de la renta y la riqueza.

Dada la inmensa deuda pública, su administración se convierte en un determinante básico de la situación financiera pública. En este campo, los responsables públicos están también restringidos en sus acciones por los grandes déficit. El manejo de la deuda sólo puede ser llevado a cabo siguiendo las reglas del mercado, ya que los nuevos déficit tendrán que ser financiados en los mismos mercados.

6. Nueva política y reacciones sociales

Es bastante difícil calcular los efectos específicos de la nueva política fiscal debido a los favorables acontecimientos internacionales tales como la menor inflación, los menores tipos de interés y el mayor crecimiento económico. El cuadro n.º 4 muestra, para un determinado número de variables, el cambio operado entre 1982 y 1987.

La reducción de la tasa de crecimiento de los déficit públicos a través del recorte de los gastos provoca la aparición de reacciones sociales de aquellos grupos que temen por su nivel de ingresos y/o por su empleo. Sin embargo, la resistencia social en el período 1982-87 fue moderada, y no fue obstáculo para la aplicación de la política económica. La mayoría gubernamental fue asimismo confirmada en 1985 por el electorado, con un programa de mayores recortes en el gasto. Las elecciones generales de diciembre de 1987 mostrarán si existe aún una mayoría de la población que respalde esta política.

IV. RESUMEN Y CONCLUSIONES

La «estanflación» mundial que siguió al brusco aumento de los precios del petróleo tuvo, para una pequeña economía abierta como la belga, efectos devastadores sobre su tasa de crecimiento real. La falta de competitividad en los mercados internacionales, debida a la débil estructura industrial, los altos costes relativos de la mano de obra y el mantenimiento de un tipo de cambio sobrevaluado empeoraron aún más la situación.

Al mismo tiempo, los altos tipos de interés internacionales empujaron hacia arriba el nivel de los tipos de interés nominales internos, provocando mayores gastos por intereses asociados a los déficit públicos. Junto con el vacilante crecimiento, la creciente tasa de inflación provocó un incremento del gasto público no compensado por mayores ingresos.

No se tomaron las contramedidas políticas apropiadas debido al clima de inestabilidad política interna. Por el contrario, el gasto público incluso creció como resultado de la escasa firmeza en la resolución de conflictos.

Como consecuencia, el déficit nominal del gobierno central creció del 2,7 por 100 del PNB al 12,9 por 100 en 1982, la deuda pública del 40 por 100 al 80 por

100 y los gastos por intereses sobre la deuda pública del 2,2 por 100 al 7,5 por 100. En 1987 estas variables ascendieron respectivamente al 8,1 por 100, 110 por 100 y 9 por 100 del PNB.

A corto plazo, la presencia de grandes déficit y deuda probablemente favorezca la tasa de crecimiento real. Sin embargo este efecto se ve pronto compensado, debido al incremento en los tipos de interés y en el tipo impositivo medio.

Las correcciones de la cifra de déficit por inflación y por variaciones cíclicas pueden ser apropiadas hasta cierto punto y para ciertos propósitos. Para el período en consideración, las correcciones cíclicas son insignificantes. La corrección por la inflación es importante, pero, por varias razones, es controvertida su utilización como base para la determinación de la política fiscal.

Desde 1980 la situación fiscal en Bélgica ha sido explosiva en lo referente a gastos por intereses y deuda pública. Debido a varias circunstancias, la evolución tiende hacia la normalización, pero en realidad las condiciones para detener el conocido «efecto de bola de nieve» de los déficit persistentes sobre los gastos por intereses y la deuda en relación al PNB no se han conseguido aún.

Las grandes cifras de déficit y deuda hacen impracticable la política fiscal como mecanismo activo para el fomento del bienestar social. Los gastos por intereses se han convertido casi en un gasto exógeno para los responsables de la política fiscal. La única solución es seguir el camino del mercado para el manejo de la deuda.

El rápido crecimiento de los déficit forzó a los responsables públicos hacia la financiación monetaria. Debido a la fuerte intervención por parte del banco central en los mercados internacionales de cambio en favor del franco belga, los efectos sobre la cantidad de dinero (y, por lo tanto, sobre la inflación) fueron neutralizados. Sin embargo, la financiación externa de los déficit tuvo un mayor impacto en la balanza de pagos. En realidad, el pago de los intereses sobre esta deuda constituye una pérdida para la economía sin compensación obvia, pero, hoy por hoy, la carga es sostenible.

En un país confrontado con déficit persistentemente altos, el manejo de la deuda pública se convierte en un importante instrumento de la política económica y fiscal. En este campo también, los déficit fiscales dificultan las decisiones posibles de los responsables públicos.

En 1982, debido a las razones mencionadas anteriormente, la situación financiera se juzgó insostenible por el electorado. La nueva mayoría trató de promover el crecimiento mediante la reducción de los salarios reales, la devaluación del franco belga y la estabilización del nivel impositivo. También trató de disminuir la tasa de crecimiento de la cifra de déficit y deuda públicos mediante recortes en los gastos primarios. Todo ello parece ser una tarea más laboriosa y lenta de lo que en principio se podía esperar. El primer resultado tangible en la dirección deseada fue la mejora de la balanza de pagos por cuenta corriente. La tasa de crecimiento real de la economía está aún por debajo del 2 por 100. La primera mejoría en la situación de las finanzas públicas sólo apareció en 1986, y fue debida principalmente a la mejora de la coyuntura internacional. En este año, el déficit nominal primario y el estructural ajustado por inflación estaban casi en equilibrio.

Así, en los últimos años los acontecimientos económicos y financieros parece que vuelven a una situación de normalidad. Sin embargo, el efecto perverso de «bola de nieve» no ha sido detenido aún. Incluso cuando se consiga este objetivo, queda todavía un largo y difícil camino hacia la normalización en lo referente a los *ratios* sobre el PNB de la deuda pública, los gastos por intereses, los gastos públicos y los ingresos impositivos.

Disminuir la cifra de la deuda y el déficit públicos sin elevaciones de la tasa de inflación, y preferiblemente con menores impuestos, es, para los responsables públicos, una difícil y laboriosa, pero ineludible, tarea.

NOTAS

(1) Limitamos este artículo al gobierno central para evitar complicaciones innecesarias. Los déficit de otras entidades públicas (seguridad social y gobiernos locales) fueron relativamente pequeños y desaparecieron después de 1984.

(2) El promedio CE (de 8 miembros) fue del 43,4 por 100 en 1975 y (para 12 miembros) el 61,2 por 100 en 1986.

(3) El método usado aquí es el adoptado por la Comisión de las Comunidades Europeas en su *Annual Economic Review* (European Economy, 1984).

(4) Por ejemplo Eisner y Pieper (1986).

(5) La CE utiliza un tipo de interés real a largo plazo del 2,5 por 100.

(6) La completa indiciación de los tramos impositivos es sólo una realización reciente en Bélgica.

(7) Ver por ejemplo H. Bogaert (1984) o J.A. Bispham (1987).

(8) Esta sección se basa en H. VERWILST y F. SMETS (1987) y D. PIETERS (1987).

(9) Estas simulaciones hacen referencia al total del sector público.

(10) Los valores estimados de 1987 fueron utilizados como base para los cálculos (superávit primario del 0,5 por 100 del PNB y gastos por intereses del 8,6 por 100 del PNB).

(11) De hecho, la razón del endeudamiento externo fue la de liberar los mercados nacionales de capitales, pero también completar el nivel de reservas internacionales del banco central. Estas razones desaparecieron después de 1984 y se detuvo la importación de capitales por parte del Tesoro.

BIBLIOGRAFIA

BISPHAM, J. A. (1987), «Rising Public-sector Indebtedness: Some More Unpleasant Arithmetic», en BOSKIN, M. J., FLEMMING J. S., y GORINI, S.; (ed.) *Private Savings and Public Debt,* páginas 40-71.

BOGAERT, H. (1984), *Déficit des finances publiques: l'effet boule de neige,* 6° Congreso de Economistas Belgas de lengua francesa, Commission 2, rapport préparatoire, páginas 25-36.

EISNER R. y PIEPER, J. (1986), «Dette et déficit gouvernementaux: mesures et effects», *Annales d'économie et de statistique,* n.° 3, páginas 27-52.

FRANK, M. (1987), «A la recherche des déterminants des dépenses et des recettes publiques en Belgique, ainsi que de leur déséquilibre (1955-1980)», *Documentatieblad van het Ministerie van Financiën,* n.° 6, págs. 5-113.

NAUDTS, B. y SCHOKKAERT, E. (1987), *Government Debt and Interest Rates in a Small Open Economy: Belgium 1974-85,* CES-paper (University of Leuven).

PIETERS, D. (1987), *De beheersing van de rentelastendynamiek en de ijzeren driehoek tussen rentevoet, groeivoet en overheidstekort,* Planbureau, contribución al coloquio del Belgian Institute of Public Finance del 23 de octubre de 1987.

SAVAGE, R. (1987), *Indicateurs budgétaires et «effet boule de neige» de la dette publique. Leçons de l'expérience belge 1970-1987 et perspectives,* Brussels, Rapport de stage, Ministère de Finances.

VAN ROMPUY, V. y SCHOKKAERT, E. (1986), *Intergenerational Distribution of the Burden of Public Debt: the Case of Belgium,* 40 Congreso del International Institute of Public Finance, Proceedings, págs. 255-64.

VERWILST, H. y SMETS, F. (1987), Monetaire en financiële aspecten van de financieringsbehoeften van de overheid, *Documentatieblad van het Ministerie van Financiën,* n.° 1, páginas 82-113.

COLABORACIONES

IV. LOS MERCADOS DE LA DEUDA PUBLICA Y EL SISTEMA FINANCIERO

INTRODUCCION

DECIR que tras el espectacular crecimiento de la deuda pública española en la última década se encuentran los déficit públicos crecientes y que, por tanto, toda reducción del endeudamiento público requiere la previa correción de tales desequilibrios no agota el campo problemático que el aumento de los pasivos financieros públicos plantea.

Mientras el déficit público exista —y su naturaleza estructural no permite pronosticar reducciones drásticas a corto plazo— es necesaria la obligada consideración de su financiación adecuada. Una financiación correcta del déficit público no resuelve los problemas económicos que el desequilibrio de las cuentas públicas genera, pero una financiación inadecuada añade a estos problemas otros distintos, amplificando los aspectos negativos del déficit público.

Por ello, parecía ineludible plantearse —y es el objeto de este cuarto grupo de colaboraciones en el presente número— la discusión y análisis de los criterios seguidos en la finaciación del déficit español o, lo que es lo mismo, de los principios y formas a los que se ha ajustado la reciente política de endeudamiento español.

Esta pretensión de partida se ha tratado de instrumentar en una doble dirección.

Por una parte, el endeudamiento público español, tan rápidamente creciente, tiene un marco legal al que ha de ajustarse, y ha debido tener tras de sí, de forma más o menos explícita, unos criterios orientadores de su gestión y administración. Al estudio valorativo de ambos aspectos y al diseño de lo que debería ser la política de endeudamiento público del futuro se dedica al extenso y documentado trabajo de **Raimundo Ortega,** director general del Banco de España.

Por otra parte, es obvio que la deuda pública en cualquiera de sus manifestaciones constituye un activo financiero competitivo de otros productos de las instituciones del sistema financiero, y que, además, es susceptible de utilizar la red comercial de las instituciones financieras para su colocación entre el público, e incluso constituir una inversión alternativa para bancos, cajas de ahorros y otras entidades. El análisis de esta perspectiva de la deuda pública, vista desde el ángulo de su conexión con las instituciones financieras privadas del sistema, tiene en el presente número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA dos cualificados intérpretes: **Rafael Termes,** presidente de la Asociación Española de Banca, y el profesor **Manuel Lagares,** director adjunto de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, quienes, en sendos artículos, opinan sobre la deuda pública española desde la perspectiva de sus respectivos campos institucionales. La nota elaborada por el profesor **Carlos Contreras** completa esta perspectiva con sus útiles comentarios sobre la deuda pública y el proceso de desintermediación e innovación financiera en España.

A pesar del intenso crecimiento de la deuda pública española desde 1978, sorprenden dos hechos que destaca **Raimundo Ortega** en su trabajo:

a) El escaso desarrollo del tratamiento jurídico de la deuda pública, cuya consecuencia práctica es el importante número de lagunas e incertidumbres que existen sobre aspectos clave de su regulación legal, escasamente contenida en la Constitución, en la Ley General Presupuestaria de 1977 y en las leyes generales de presupuestos de cada año.

b) La práctica ausencia de una «política de deuda», en sentido estricto, hasta 1983.

Tal vez la relativa modernidad de niveles preocupantes en los déficit públicos y la reiterada práctica del recurso al Banco de España sean las razones explicativas de esa ausencia de un adecuado tratamiento legal y del diseño conveniente de una política de administración de la deuda pública.

A partir de 1983 se inicia una etapa de gestación de una política de endeudamiento público propiamente dicha, cuyos principios y metas han informado la actuación pública en este sentido, y en cuya continuidad se asienta el futuro de la deuda pública como instrumento financiero al servicio de los intereses del Estado.

Tal, como describe con detalle Raimundo Ortega, una política de esa naturaleza requiere, al menos, la consideración de cuatro aspectos distintos:

1. Propiciar el desarrollo de una gama de activos financieros públicos a medio y largo plazo que complete el tramo, más desarrollado hasta ahora, de los títulos a corto plazo, y permita así una diversificación de opciones a los inversores e instituciones del sistema financiero.

2. Estructurar el funcionamiento de los mercados mediante una política de emisiones ordenadas y sistemáticas, la organización institucional de los mercados y proseguir e impulsar el sistema de anotaciones en cuenta para facilitar la emisión y negociación de la deuda pública.

3. Flexibilizar el marco fiscal, de forma que interfiera lo menos posible en el funcionamiento de las operaciones con deuda pública.

4. Sentar unas nuevas bases en la regulación legal del recurso del sector público al Banco de España, limitando su dimensión y estableciendo un marco de relaciones que evite las fuertes distorsiones actuales sobre la instrumentación conveniente de la política monetaria.

Cualquiera que hayan sido los criterios que han informado la política de deuda pública en el pasado, y su mayor o menor ajuste a principios de racionalidad financiera en la financiación de los déficit públicos, es evidente —como destaca en su nota el profesor **Contreras**— que un crecimiento tan intenso del endeudamiento como el producido en España entre los últimos años setenta y 1986 ha influido de forma significativa sobre los procesos de innovación y desintermediación financiera y, consecuentemente, sobre la naturaleza y nivel de actividad de las entidades financieras.

En efecto, el déficit público ha generado una corriente innovadora que ha contribuido a la consolidación de los mercados monetarios y

apunta hacia su integración con el mercado de capitales e, indirectamente, ha contribuido a impulsar la aparición de nuevos instrumentos financieros privados y ha potenciado la actividad de ciertos intermediarios e instituciones. De estos aspectos innovadores positivos habría que descontar los efectos negativos que la mayor necesidad de pasivos financieros públicos ha tenido sobre el retraso en la liberalización del sistema financiero, y las innovaciones surgidas como medio de evitar controles financieros o impositivos creados por la política de apoyo a la financiación del déficit público.

Por otra parte, la extensión de la emisión de pasivos financieros públicos para financiar el déficit ha supuesto un fuerte proceso de desintermediación, cuyo más claro indicador es que la participación de entidades financieras en los activos y pasivos de las familias y empresas no financieras se ha reducido en más de 15 puntos porcentuales entre 1980 y 1986.

Es, por ello, lógico preguntarse sobre cómo enjuician las propias instituciones financieras el nivel y forma de operar del endeudamiento público español, al menos los dos grupos de entidades —bancos y cajas de ahorros— con mayor peso y tradición en nuestro sistema financiero.

Tres aspectos comunes resaltan en las opiniones desarrolladas en las colaboraciones de **Rafael Termes** y **Manuel Jesús Lagares.**

1) La posición crítica respecto al *déficit público,* origen del endeudamiento, y la llamada a la moderación del gasto público como única vía con sentido para procurar la reducción del desequilibrio.

2) Su actitud contraria al recurso continuado del Tesoro al Banco de España más allá de la utilización transitoria que este mecanismo financiero debe tener como medio de cubrir déficit de tesorería, y ello por sus nocivos efectos sobre la instrumentación de la política monetaria y por lo que entraña de corruptela relajadora de la disciplina en el gasto público.

3) El rechazo a la existencia —tan vigorosa en épocas aún recientes, sobre todo para las cajas de ahorros— de circuitos obligatorios de adquisición de fondos públicos por las entidades crediticias, en la medida en que tales mecanismos encarecen el crédito al sector privado y sitúan a las instituciones financieras en una posición comparativa difícil de cara al previsto avance de la integración comunitaria hacia un mercado único en 1992.

Mientras el déficit subsista, sin embargo, no hay nada en la propia naturaleza de la actividad de bancos y cajas que les impida prestar su red comercial y su estructura organizativa para la colocación de títulos públicos. En este sentido, las instituciones financieras españolas centran su aspiración en que las emisiones de deuda respondan a las condiciones del mercado y en que la organización de sus mercados revista la forma más eficiente, de manera que permita un manejo rápido, fluido y barato de la deuda pública. Ven por ello con satisfacción las mejoras producidas hasta ahora, y sobre todo la instauración del sistema de anotaciones en cuenta recientemente creado.

El profesor Lagares, por su parte, señala el papel importante que históricamente han desempeñado las cajas de ahorros en la financiación del sector público, y particularmente su especialización en el terreno de las corporaciones locales.

Rafael Termes destaca, con preocupación, que un crecimiento excesivo de la deuda pública, aún en condiciones de mercado, puede generar un efecto *expulsión* de la financiación disponible para el sector privado, lo que —al margen de la rentabilidad inmediata— ocasionará a plazo medio problemas a la propia estructura organizativa bancaria que, al volcarse en la atención financiera al sector público, puede descuidar su auténtica misión intermediadora en el sector privado.

* * *

La idea latente en todas las colaboraciones que integran esta sección, que puede servir como patrón de referencia de su contenido, puede resumirse en pocas palabras: los efectos negativos del déficit público —auténtica raíz de los problemas de la deuda— no deben ampliarse con los derivados de una inadecuada financiación. Existe un espacio para adentrarse en los criterios y líneas a los que debe ajustarse una financiación ortodoxa de los desequilibrios reales del sector público, mientras estos subsistan. Sobre tales líneas y criterios, y sobre los negativos efectos de su abandono para el funcionamiento del sistema financiero, encontrará el lector una gran cantidad de ideas y argumentaciones rigurosas en las colaboraciones que se contienen en las páginas que siguen.

PRESENTE Y FUTURO DE LA POLITICA DE DEUDA PUBLICA EN ESPAÑA

Raimundo ORTEGA

I. INTRODUCCION

1. Una reflexión histórica sobre la política de deuda pública

PUEDE afirmarse que existe deuda pública en España desde que contamos con un Estado, pues la utilización del crédito público como medio de financiar sus gastos es tan vieja como la propia organización política de nuestro país en Estado. No es por ello casual que las primeras modalidades de deuda —los juros reales— aparecieran hace algo más de cinco siglos. Desde entonces el Estado español no ha dejado de emitir deuda.

Pero, por desgracia para ese Estado y para todos sus súbditos, la política de deuda ha sido, salvo contadísimos períodos, una acumulación de dislates y despilfarros.

Para empezar, durante largos períodos de tiempo no se ha sabido cuál era la deuda viva ni se ha contado con un organismo encargado de pagar los compromisos económicos que llevaba anejos. Normalmente faltaban criterios para saber qué clase de deuda, cuándo, cómo y dónde se emitía, así como qué efectos económicos o financieros producía sobre la deuda en circulación la nueva deuda emitida. Se ha recurrido también, con harta frecuencia, a todo tipo de técnicas e intermediarios para emitirla y colocarla, y ello casi siempre con grave quebranto para la hacienda pública y mucho beneficio para la fortuna personal de quienes así intermediaban.

En más de una ocasión se orillaron normas legales, se olvidaron derechos reconocidos o se impusieron unilateralmente modificaciones de importancia en las condiciones de la deuda viva, y ello trajo más perjuicios que beneficios, pues los ahorros en la carga de lo debido no compensaron el desprestigio que cayó sobre el emisor ni la desconfianza provocada en los mercados.

Preciso es reconocer que a veces, pocas, se llevaron a cabo gigantescos esfuerzos para ordenar el caos en el cual ha solido vivir nuestra deuda pública: se simplificaban la multitud de emisiones en circulación; se armonizaban sus condiciones; se amortizaban unas y convertían otras; sentando, en una palabra, directrices coherentes que presuponían la existencia de «una política de deuda pública». Se ha «arreglado la deuda», por utilizar la expresión clásica en nuestra historia de la deuda pública, en unas pocas y memorables fechas.

Y en esa azarosa historia de nuestra deuda pública las relaciones entre el Tesoro y el Banco de España —lo que equivale a decir las relaciones entre política de manejo de la deuda y política monetaria— constituyen un capítulo de especial relevancia, capítulo que ha ido cobrando una significación creciente en los últimos años.

2. El marco legal de la deuda pública

Cuando no se distinguía entre los derechos y obligaciones pertenecientes al Rey, a la Corona y al Estado, las deudas se materializaban en operaciones sencillas, documentadas en contratos personales o en asientos contables y dependían, en último lugar, de la fortuna y la voluntad del Monarca.

Sólo en la Constitución de 1812 comenzó a diferenciarse entre bienes pertenecientes al Rey y al Estado, y sólo a partir de esa fecha, si bien en forma muy sencilla al principio, aquellos contratos se transformaron en títulos amparados en normas legales definitorias de sus características principales.

Largo y difícil ha sido el camino de la «legalización» de la deuda pública, y muy curioso el hecho de que rara vez las mentes jurídicas más agudas de la Administración del Estado hayan prestado más que una ocasional atención al aparato legal que rodea a esta actividad del Estado como prestatario.

No extrañará, por lo tanto, el escaso desarrollo que el estudio de la deuda como rama del derecho financiero público ha tenido en nuestra doctrina y, mucho menos, las notables lagunas e incertidumbres que hoy dominan el correcto encaje de la deuda pública en los tres grandes cuerpos legales que deben constituir los pilares sobre los cuales se asiente: me refiero, claro es, a la Constitución de 1978, a la Ley General Presupuestaria de 1977 y a las leyes de presupuestos generales del Estado que anualmente aprueban las Cortes.

3. Política de manejo de la deuda y política monetaria

Se suele decir, y es muy verdad, que la deuda viva en circulación no es sino la acumulación de los déficit y superávit presupuestarios del pasado. Esa deuda viva refleja las decisiones políticas adoptadas por los representantes de los ciudadanos en el Parlamento y, por ello, su aumento y disminución únicamente puede ser obra de decisiones igualmente políticas. Pero la composición de esa deuda depende del manejo de la deuda seguido por el Tesoro y de la política monetaria adoptada por el banco emisor.

Ambas políticas tienen efectos económicos diferentes. Un primer efecto económico es de carácter fiscal y directo, pues responde a las repercusiones que el exceso de gastos sobre ingresos públicos tiene en la demanda agregada de la economía; el segundo grupo de efectos es de carácter monetario e indirecto, y se relaciona con las consecuencias que, también sobre la demanda agregada, tiene la tenencia por el sector privado de la economía de títulos de deuda contra el Estado. El primero de los efectos, el fiscal, funciona a través de la influencia que gastos e ingresos presupuestarios ejercen en las rentas del sector privado de la economía; el segundo, el efecto monetario, es de mayor pervivencia en el tiempo, y su influencia discurre por medio del impacto que el volumen y la composición de la deuda pública tienen en la riqueza privada.

Pero, en todo caso, estas distinciones entre decisiones y efectos de la política de manejo de la deuda y de política monetaria deben llevar, por encima de precisiones semánticas y especializaciones institucionales, a la urgencia de cobrar conciencia de su íntima relación y, en consecuencia, de la necesidad de que estos dos potentes instrumentos funcionen debidamente coordinados en el marco de una política económica clara y decidida.

Este trabajo se va a ocupar, por ello, de examinar tres grandes cuestiones: primera, cuál es el marco legal en que se afirma la política de deuda pública; segunda, cuáles han sido las bases de una política adecuada de deuda pública, sentadas desde 1983 hasta la actualidad; tercera y última, cuál es el futuro de la política de deuda pública y qué medidas deberían adoptarse para que cumpliera, digna y eficazmente, el papel asignado como instrumento de política económica, sin demérito de ese otro gran instrumento que es la política monetaria.

II. CONCEPTO Y MARCO LEGAL DE LA DEUDA PUBLICA

1. El concepto de deuda pública

La generalidad de los tratadistas coinciden en que la deuda pública del Estado nace como resultado de la entrega de recursos financieros al Tesoro público en concepto de crédito, que éste queda obligado a reembolsar en el momento, bajo la forma y con las condiciones establecidas legalmente.

Este concepto general encubre tres modalidades diferentes: a) los empréstitos públicos; b) las operaciones singulares de préstamo o de apertura de crédito; y c) los anticipos del Banco de España al Tesoro público. En este trabajo no me ocuparé de la segunda categoría, analizando únicamente tanto esa modalidad pura de crédito público que es la deuda pública como la otra, más peculiar, constituida por los anticipos del Banco de España al Tesoro.

2. La deuda pública en el ordenamiento jurídico español

El ordenamiento jurídico español utiliza tradicionalmente la denominación de *Deuda Pública del Estado* para caracterizar la actividad del Tesoro público mediante la cual éste obtiene fondos que ingresa normalmente en el Presupuesto, y por los cuales asume una posición deudora.

Ello supone la combinación de algunos rasgos, entre los cuales conviene tener muy presente los siguientes:

a) Los fondos allegados mediante la emisión de deuda pública no han sido coactivamente recaudados ni constituyen contraprestación alguna de bienes o servicios prestados por el Estado a sus acreedores.

b) Dichos fondos son obtenidos, contra el crédito público, gracias a *emisiones* autorizadas por una ley y dirigidas al público en general, con alguna excepción que sólo confirma la regla.

c) La operación de crédito que supone la emisión de deuda pública se formaliza de diversos modos, siendo los más generales el del título-valor y el de anotación en cuenta de los derechos del titular contra el Estado.

d) La operación no supone una vinculación permanente entre el Tesoro público y sus prestamistas, pues normalmente el Te-

soro se reserva la posibilidad de darla por concluida antes de la fecha fijada para el vencimiento —amortización anticipada— o de transformar esa obligación en otra mediante la aceptación voluntaria del acreedor; igualmente, éste puede deshacerse de su derecho de crédito, traspasándolo a otras personas gracias a los diversos mecanismos de negociación y transmisión establecidos en los mercados secundarios de deuda pública existentes.

Establecidas las notas más características del concepto de deuda pública, es forzoso examinar su regulación en nuestro derecho positivo. Este examen se va a referir, primero, a la que se encuentra en la vigente Constitución de 1978, para pasar después al estudio de la Ley General Presupuestaria de 1977 (LGP) y de las leyes de presupuestos generales del Estado aprobadas anualmente por las Cortes españolas.

A) LA DEUDA PUBLICA EN LA CONSTITUCION DE 1978

El artículo 135 de la Constitución establece lo siguiente:

«El Gobierno habrá de estar autorizado por Ley para emitir Deuda Pública o contraer crédito.

Los créditos para satisfacer el pago de intereses y capital de la Deuda Pública del Estado se entenderán siempre incluidos en el estado de gasto de los presupuestos...»

Según nuestro texto constitucional, la deuda pública es, pues, una forma de recibir u obtener crédito. El ámbito de aplicación de este artículo debe entenderse, por lo tanto, que abarca no sólo a la forma tradicional de empréstitos documentados en títulos valores que se ofrecen al público, sino a cualquier otra forma de puesta a disposición del Estado de una cantidad de dinero, comprometiéndose éste a reembolsarla y a pagar los intereses pactados. Ha de concluirse, por tanto, que la Constitución ofrece a todo crédito contraido por el Estado las mismas garantías respecto a la devolución del capital y al pago de los intereses. En buena lógica, es de acuerdo con este concepto como deben entenderse los artículos —28 y siguientes— que la LGP dedica a la deuda pública.

Examinemos ahora el alcance que debe darse al principio, básico, de legalidad, según el cual «El Gobierno ha de estar autorizado por Ley para *emitir* Deuda Pública».

El principio supone, por tanto, que ninguna deuda puede existir sin previa Ley que la autorice. Este principio es traducción de lo que se ha dado en llamar «Derecho Constitucional Financiero», y su justificación más palmaria es la necesidad de que sus normas sean emanación directa del poder legislativo, en cuanto éste lo componen los representantes de quienes soportan las cargas económicas que la deuda emitida lleva consigo. Al igual que sucede con los tributos, el Ejecutivo ha de estar autorizado por Ley para tomar caudales a préstamo, pues no olvidemos que la emisión de deuda supone tanto un ingreso presupuestario como un gasto para presupuestos futuros.

Este ha sido, además, el principio tradicional en nuestra historia constitucional (art. 86 de la Constitución de 1876; art. 117 de la de 1931). Como luego se verá, pueden mantenerse dudas fundadas respecto a si la deuda del Tesoro regulada en la LGP —caracterizada por una amplísima delegación en el ministro de Hacienda— encaja en el precepto constitucional.

La siguiente cuestión que debe ahora preocuparnos es la de cuál ha de ser la amplitud de la autorización legal correspondiente al Legislativo. ¿Debe señalar todas las características de la emisión o sólo algunas? Inicialmente una respuesta adecuada indicaría que la Ley de autorización debe incluir, cuando menos, la cantidad de deuda a emitir y la clase de deuda.

Una interpretación aceptable de nuestros principios constitucionales se traduciría en que no es suficiente con que la Ley contenga una autorización genérica, sin señalar las condiciones más generales —cuantía y clase de deuda.

El artículo 102.1 de la LGP precisa, como luego veremos, que la Ley de autorización «... determinará su importe, características y finalidad...» añadiendo que «... el tipo de interés será establecido por el Gobierno (si la Ley de creación no lo hubiese fijado)».

Existen tres excepciones a este principio en nuestra legislación positiva de rango inferior al constitucional:

a) El ministro de Hacienda podrá establecer las condiciones en los contratos de préstamos exteriores, con el fin de acomodarlos a las exigencias y prácticas de los mercados internacionales de capitales (artículo 102.2 b, LGP).

b) La autorización genérica concedida por la LGP al ministro de Hacienda para fijar las condiciones de la deuda del Tesoro no parece cumplir con los principios de constitucionalidad. Una interpretación correcta debería exigir, como mínimo, que la Ley de Presupuestos señale el límite máximo de deuda del Tesoro cuya emisión se autoriza.

c) Deuda no representada en títulos-valores. Aun cuando el artículo 102.3 de la LGP afirma solamente que este tipo de deuda debe estar autorizado por Ley, ha de entenderse que, de acuerdo con el mandato constitucional, la norma legal ha de determinar, cuando menos, importe y clase de la deuda a concertar.

Por último, la garantía de que el Estado cumplirá las obligaciones económicas propias de la deuda emitida se halla en la Constitución, cuando ordena en su artículo 135.2 que se incluyan entre los gastos presupuestarios «los créditos para satisfacer el pago de intereses y capital de la Deuda Pública...»; añadiendo que «... no podrán ser objeto de enmienda o modificación mientras se ajusten estrictamente a las Leyes que autoricen la emisión». Se plantea aquí un interesante problema legal respecto a posibles «arreglos» de la deuda, al estilo de los que han sido frecuentes en la historia de nuestra deuda pública.

B) LA LEY GENERAL PRESUPUESTARIA

La exposición de motivos de la LGP sienta claramente su pretensión de «formular y definir... los principios generales que presiden la actividad de la Hacienda Pública...», afirmando que «... esta Ley ocupa una posición general y prelativa en su ordenación [la de Hacienda Pública] jurídica».

La propia exposición de motivos, en el apartado dedicado al endeudamiento público, resalta el propósito de llevar a cabo una «regulación con criterios eminentemente realistas», prueba de lo cual es tanto la aceptación de formas representativas de la deuda diferentes del título-valor como la inclusión del crédito público en un marco jurídico más amplio que el estrictamente referido a la deuda pública.

Estas pretensiones de rigor, generalidad y novedad chocan, sin embargo, con el rango normativo que la propia LGP declara como propio al reconocerse paladinamente en la propia exposición normativa como una «ley ordinaria». Como luego se verá, al analizar la ordenación que de la deuda pública hacen las leyes de presupuestos, la LGP sólo tiene una cierta preeminencia lógica, que no jurídica, como lo prueba tanto el que las leyes de presupuestos posteriores hayan autorizado modalidades de emisión no previstas en la LGP como, y esto es, acaso, lo más importante, que esa pretensión de ofrecer un marco general riguroso aparezca hoy en día como totalmente injustificada.

1. *Principio de legalidad*

El artículo 102.1 de la LGP establece que la creación y la conversión de deuda del Estado deben autorizarse por ley, y que ésta determinará su importe, características y finalidad. De esta forma, se adapta a la Constitución este texto preconstitucional.

2. *Forma de representación*

La deuda del Estado puede estar representada por títulos-valores o por cualquier otro documento o cuenta que formalmente la reconozca (art. 101.2). La deuda pública del Estado representada por títulos-valores se clasifica, a su vez, en deuda del Estado y deuda del Tesoro. La primera, con un plazo de amortización superior a 18 meses, se destina a la financiación del gasto público o del crédito oficial; la segunda, emitida en el mercado interior, debe reembolsarse en un plazo máximo de 18 meses y se utiliza para satisfacer necesidades transitorias de caja o para cumplir finalidades de política monetaria (art. 101.3).

La deuda del Tesoro puede adoptar, a su vez, dos modalidades: deuda del Tesoro, destinada a cubrir las necesidades del Tesoro público derivadas de las diferencias de vencimientos entre gastos e ingresos (art. 112.1.b), y bonos del Tesoro, emitidos sin finalidades recaudatorias, como un instrumento más de política monetaria (art. 114.1 y 2).

De acuerdo con la LGP, al ministro de Hacienda corresponde acordar la emisión de deuda del Tesoro, en la acepción restringida antes indicada, señalar sus características y determinar la exención fiscal de sus intereses. Sin embargo, la amortización debe efectuarse, en todo caso, durante el mismo año natural en que se emita (art. 112.2).

Igualmente corresponde al ministro de Hacienda la emisión de bonos del Tesoro y la determinación de sus características. El producto de esta deuda no puede tener efectos recaudatorios, se ingresa en una cuenta especial en el Banco de España y sólo puede aplicarse al reembolso de la misma. Los títulos no son pignorables, redescontables ni computables en los coeficientes de inversión de las entidades adquirentes, y su transmisión no requiere la intervención de fedatario público (art. 114).

3. *Otros aspectos*

Brevemente pueden mencionarse otras cuestiones relativas a la deuda pública, y que se recogen en diversos artículos del título IV de la LGP. Dichas cuestiones se

refieren al procedimiento aplicable en caso de sustracción, pérdida o destrucción de los títulos, y la prescripción de los derechos al reembolso de los capitales prestados y a los intereses devengados. Así, el producto de la deuda pública debe ingresarse en el Tesoro y aplicarse a los presupuestos del Estado o del correspondiente organismo, o a la financiación del crédito oficial (art. 103); igualmente, y para atender el pago de los títulos al portador que hayan sido robados, hurtados o hayan sufrido extravío o destrucción, se seguirá el procedimiento establecido en los artículos 548 a 565 del Código de Comercio. Por último, los plazos de prescripción de los capitales presuntamente abandonados, de los capitales llamados a conversión y de los intereses y capitales llamados a reembolso se establecen en 20, 10 y 5 años, respectivamente.

4. *Dificultades de interpretación*

En contra de su intención, explícitamente manifestada en la exposición de motivos, puede afirmarse que la LGP crea más problemas que los que resuelve. Señalemos únicamente los más destacados para ilustrar tan grave afirmación.

El primero es el de la ambigüedad del propio término «deuda pública», que unas veces cubre la totalidad del crédito frente al Estado o sus organismos autónomos mientras que en otras ocasiones se emplea con una acepción más reducida, al excluir la deuda del Tesoro. Los mismos problemas de equivocidad rodean a la «deuda del Estado», término utilizado en ocasiones para referirse, con carácter general, a cualquier empréstito del Estado mientras que otras veces cubre sólo a la deuda a medio o largo plazo emitida por el Estado para financiar inversiones y bajo la forma de títulos-valores.

Parecidas dificultades interpretativas plantea el concepto de deuda del Tesoro en la LGP. En primer lugar, la Ley denomina así tanto al endeudamiento a corto plazo formalizado en títulos-valores como a una de las dos modalidades específicas que regula —concretamente la destinada a financiar desfases temporales entre pagos e ingresos del Tesoro. Desde un punto de vista económico, parece como si los redactores de la LGP hubieran estado dominados por dos grandes preocupaciones al delimitar las finalidades de la deuda del Tesoro: primera, contraponerla a la deuda del Estado —instrumento típico de financiación del gasto público— y, segunda, circunscribirla a una financiación interina, que no absorbe recursos con carácter definitivo —lo cual justificaría la ausencia de una autorización legal específica y diferente de la de la propia LGP— o asignarla una finalidad de instrumento monetario.

Igualmente imprecisa es la LGP cuando intenta distinguir entre deuda del Estado representada en títulos-valores y la formalizada en otros documentos o cuentas. En el primer caso, la Ley lleva a cabo un desarrollo del régimen jurídico de la deuda representada en títulos, mientras que en el segundo parece aceptar un régimen más liberal en lo relativo a plazo, condiciones y finalidad, siempre que exista autorización legal.

Pero, con todo, el mayor escollo que la LGP presenta al intérprete actual es el diferente régimen de autorizaciones a que están sometidas la deuda del Estado y la deuda del Tesoro. La primera se encuentra sujeta a un régimen estricto, plenamente concorde con el mandato constitucional, por cuanto se autoriza mediante ley, que también fijará su importe, características y finalidad. Por el contrario, la deuda del Tesoro, ya adopte la modalidad de deuda del Tesoro propiamente dicha ya la de bonos del Tesoro, puede ser autorizada libremente por el ministro de Hacienda, de quien dependerá la fijación de sus condiciones de emisión, tipo de interés y régimen tributario.

Independientemente de que el legislador estuviese pensando en una deuda que se amortizaba forzosamente en el ejercicio en el cual se emitía, o era utilizada como instrumento de control monetario y sometida a una contabilización especial, aquí se revela ese carácter preconstitucional de la Ley de 1977. Hay que pensar, por lo tanto, que una deuda emitida en esas condiciones no sería hoy legal.

C) LAS LEYES DE PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO

Las leyes de presupuestos generales del Estado suelen contener tradicionalmente, dentro del título dedicado a operaciones financieras, un artículo sobre deuda pública. Desde hace varios años la estructura de este artículo, en el cual se disponen las operaciones de deuda, responde a un esquema básico cuyo resumen es el siguiente:

1. *Autorizaciones al gobierno*

1) En un primer apartado se establecen los límites de emisión de las distintas clases de deuda pública que el gobierno queda

autorizado para realizar dentro del ejercicio presupuestario.

2) También se suelen incluir diversas autorizaciones referentes, entre otras cuestiones, a la posibilidad de emitir una u otra clase de deuda del Estado, según convenga por razones de política económica, de balanza de pagos o situación de los mercados de capitales; sustituir, modificar, refinanciar o reembolsar anticipadamente operaciones de crédito contraídas o que se contraigan a partir de la entrada en vigor de la correspondiente Ley de Presupuestos, todo ello con vistas a reducir la carga financiera de la deuda o prevenir fluctuaciones en las condiciones de mercado; establecer las condiciones para que dichas deudas puedan obtener determinados beneficios fiscales.

3) Por último, el gobierno queda autorizado por la Ley para fijar el límite de emisión de la deuda del Tesoro, la forma de representación —títulos-valores o anotaciones— que podrá adoptar, así como su contabilización presupuestaria y la aplicación del producto de la misma.

2. *Autorizaciones al ministro de Hacienda*

A su vez, el ministro queda autorizado por la Ley de Presupuestos Generales para:

1) Señalar las condiciones definitorias de las emisiones de deuda pública autorizadas por el gobierno —esto es, tipo de interés, plazos de amortización, sistema de emisión, nominal y clase de títulos, y demás condiciones—, así como los posibles beneficios fiscales.

2) Proceder a reembolsar anticipadamente operaciones de crédito, sin sustituirlas por otras.

3) Llevar a cabo toda una amplia gama de operaciones financieras —intercambio de operaciones de crédito, trueques de tipo de interés y demás.

En resumen, las leyes anuales de presupuestos generales del Estado establecen una doble estructura de autorizaciones. Al gobierno queda encomendada la fijación de los límites asignados a cada instrumento de deuda del Estado dentro del máximo global fijado por la Ley, la emisión de deuda del Tesoro hasta el límite precisado en la norma, así como la posibilidad de manejar las nuevas deudas a emitir o las ya emitidas para conseguir diversos fines de política económica general o de buen funcionamiento de los mercados de capitales. Por lo que se refiere al ministro de Hacienda, recibe autorización para instrumentar los aspectos concretos de la política de emisiones.

Se pueden plantear, por tanto, dos interrogantes respecto a la deuda pública en relación con su plasmación en las leyes de presupuestos. La primera es su encaje con el marco general contenido en la LGP; la segunda, hasta qué punto se cumple el mandato constitucional respecto a los requisitos que la emisión de deuda pública debe acatar, de acuerdo con su artículo 135. Examinemos la primera cuestión.

Podemos decir que, si bien la LGP contiene el marco general de regulación de la deuda pública, no existe preeminencia respecto a las leyes anuales de presupuestos. Estas no sólo materializan las autorizaciones en las que se plasma, año a año, la política de deuda, sino que, como veremos enseguida, recogen modalidades de emisión de deuda que no se ajustan a las previsiones de la LGP. La comprobación de esta realidad lleva a preguntarse si no sería mejor olvidarse lisa y llanamente de la LGP y atenerse a lo que cada año establezcan las leyes de presupuestos. La otra opción residiría en plantearse una reforma de la LGP. Sobre este punto se volverá a hablar en el capítulo de conclusiones de este trabajo; ahora enfrentémonos con la cuestión de las diferencias entre la LGP y las leyes anuales de presupuestos y más concretamente, entre las diferentes deudas del Tesoro que en ambas se regulan.

A partir de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1979 (1), los textos legales que establecen el Presupuesto han venido autorizando una deuda del Tesoro que no es la definida en la LGP. Las diferencias residen tanto en su finalidad como en su plazo. Efectivamente, ni la deuda emitida al amparo de estas autorizaciones está destinada a financiar desfases temporales entre pagos e ingresos presupuestarios —tal y como establece el artículo 112.1 b) de la LGP—, sino que su producto se aplica a la financiación de gastos presupuestarios —inversiones o creación de puestos de trabajado en la ley 1/1979, inversiones en la Ley 42/1979 y en la Ley 74/1980, o cualquier gasto presupuestario en las leyes de presupuestos posteriores—; ni respeta la limitación de amortizarse dentro del año natural en que se emitió, de acuerdo con lo establecido en el artículo 112.2.

La LGP prevé, en su artículo 114.1 y 2, la emisión de una deuda del Tesoro con finalidades exclusivas de política monetaria: estamos haciendo referencia a los bonos del Tesoro, título que efectivamente fue utilizado con esta finalidad entre 1982 y 1984.

Sin embargo, la Ley de Presupuestos Generales del Estado para

1982 autorizó al gobierno para sustituir el recurso al Banco de España —regulado en el artículo 20 del Decreto-Ley 18/1962 y en el 112.1 a de la LGP— por una mayor emisión de deuda del Tesoro sobre la autorizada por motivos presupuestarios. Esta autorización se ha repetido, bajo una u otra forma, en sucesivas leyes de presupuestos.

La continuidad de un elevado déficit público, junto con una política monetaria que ha aspirado a ser más estricta con el paso del tiempo, forzó al Tesoro público a usar dicha autorización y a emitir durante estos años deuda del Tesoro —materializada en pagarés— que se entregaba al Banco de España a fin de que éste la utilizase como instrumento de drenaje mediante ventas con pacto de recompra. Es evidente que ésta no es la deuda prevista en el artículo 114.1 de la LGP.

La segunda cuestión antes mencionada se refiere al encaje de las leyes de presupuestos en el mandato constitucional recogido en el artículo 135 de la Ley de leyes.

Ya antes se indicaba cómo, siguiendo la doctrina comúnmente aceptada, la deuda pública debe reunir cuatro condiciones: estar autorizada por ley y que esa ley determine su importe, su finalidad y las restantes características básicas. Pues bien, la práctica legal habitualmente seguida a lo largo de los últimos años, y que antes se ha intentado resumir, muestra que la deuda se emite en virtud de una ley —la de Presupuestos—, que en ella se fijan los límites absolutos de emisión —si bien el gobierno puede adjudicar a las distintas clases de deuda del Estado los importes que estime convenientes dentro de ese límite global (2)—, se establece su finalidad y se determinan algunas, pero no todas, las características esenciales de la deuda a emitir, pues parte de ellas —y podría pensarse que las más relevantes— quedan reservadas al ministro de Hacienda.

El problema que se plantea es el de si la práctica legislativa en materia presupuestaria es acorde con el mandato constitucional; o, dicho de otra forma, si cabe interpretar el artículo 135 en el sentido de que cada emisión de deuda o cada operación de crédito esté autorizada por una ley concreta.

Como hemos visto, la aplicación que nuestros poderes legislativo y ejecutivo han hecho de aquel precepto ha consistido en considerar que la amplitud del mandato permite entender que se ha habilitado una ley general —en este caso la de Presupuestos—, que apoya las operaciones específicas de deuda realizadas a lo largo del año. Tal interpretación parece perfectamente asumible, dada la complejidad de las razones que pueden justificar la realización de cada emisión en un momento determinado, así como la urgencia para llevarla a cabo en unas fechas y no en otras. No se olvide, además, que las propias leyes de presupuestos ordenan al gobierno dar cuenta al poder legislativo, a través de las comisiones de presupuestos del Congreso y del Senado, de todas y cada una de las autorizaciones realizadas, que la Ley atribuye al propio gobierno y al ministro de Hacienda.

3. *Los anticipos del Banco de España al Tesoro*

En las largas y complicadas relaciones entre el Tesoro público y el Banco de España, el recurso del Tesoro al crédito del banco emisor adoptó diversas formas hasta que la Ley de Ordenación Bancaria de 1921 inició la práctica de fijarlo en términos de un porcentaje de los presupuestos de gastos; práctica seguida en el artículo 20 del Decreto-Ley 18/1962, de nacionalización y organización del Banco de España, y consagrada en la fórmula actual de anticipos contenida en el artículo 112 a de la LGP.

Aun cuando se ha buscado desvirtuar su naturaleza, la doctrina considera que estamos ante una modalidad de deuda pública caracterizada por que ambos sujetos no conciertan voluntariamente el crédito, sino que uno lo concede y otro dispone de él dentro del marco fijado por la Ley, que determina los supuestos y condiciones en los cuales puede llevarse a cabo. Es decir, que el Tesoro se convierte en deudor del Banco, situación que refleja perfectamente el balance del banco central, en cuyo activo lucen esos créditos al Tesoro público.

De acuerdo con nuestro derecho positivo, podemos destacar tres notas características de los anticipos del Banco de España al Tesoro. Dichas notas son las siguientes:

1) Se trata de una modalidad de crédito susceptible de ser utilizada en sucesivos ejercicios presupuestarios.

2) Tiene un límite legal, que no puede sobrepasarse, establecido por Ley.

3) El objeto del anticipo es financiar desfases transitorios de tesorería; es decir, diferencias temporales entre gastos e ingresos del Tesoro público en el curso del ejercicio presupuestario.

Pero antes de concluir este examen de la figura del anticipo del Banco al Tesoro, creo necesario referirme a una práctica legalmente discutible, que se ha instaurado

en los últimos años; de un lado, como resultado de los fortísimos y continuados déficit presupuestarios y, de otro, por la lógica resistencia por parte de los responsables de la hacienda pública a aumentar la carga financiera aparente de la deuda. Me refiero a la consolidación de los anticipos en crédito sin interés ni plazo de amortización.

He calificado de discutible esta práctica de la consolidación de los anticipos en créditos en atención a un criterio muy sencillo. La normativa legal concibe los anticipos como un medio de atender desfases temporales de tesorería dentro del marco temporal del ejercicio presupuestario. La financiación de las diferencias entre gastos e ingresos presupuestarios exige, en buena lógica, la utilización de medios más permanentes: reducción de gastos, aumento de impuestos o emisión de deuda pública.

Pues bien, la consolidación —establecida a partir de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1981— supone una utilización permanente de los recursos del Banco, que, según el artículo 21 del Decreto-Ley 18/1962, exige una ley previa que determine las condiciones de utilización de esos fondos. Por lo tanto, lo que se ha venido repitiendo en las leyes de presupuestos desde 1981 es, sencillamente, convalidar operaciones de crédito efectuadas con anterioridad, sin conocimiento del Parlamento y, en ocasiones, para financiar operaciones que cabe dudar que estén incluidas en los presupuestos de gastos aprobados por el Legislativo.

Conscientes probablemente de esta anomalía, los responsables de la hacienda pública cambiaron a partir de la Ley de junio de 1983 la redacción de las leyes de presupuestos, dejando de hablar de *anticipos* y pasando a referirse a *créditos* concedidos por el Banco al Tesoro. Lo que sucede es que si en el primer caso la posible irregularidad deriva de que la Ley de Presupuestos convalida *a posteriori* una utilización de los recursos del Banco de España cuya finalidad y modalidades no ha sido aprobada ni controlada por el Parlamento, en el segundo caso la contradicción resulta más flagrante, pues ni el Banco ha concedido crédito ni ha existido, como preceptúa la norma constitucional, una autorización legal previa.

III. LAS BASES DE UNA NUEVA POLITICA DE DEUDA PUBLICA

Que la justificación, conveniencia y efectos económicos del déficit presupuestario no son cuestiones que entran en el campo de este trabajo apenas si es necesario subrayarlo. Aquí sólo interesa discutir la cuestión de, dado un déficit, cuáles son las consecuencias de financiarlo de una u otra forma para la propia política presupuestaria, para la política monetaria y, en último lugar, para el buen funcionamiento del mercado de capitales.

Si se acepta esta perspectiva, no resultará atrevido afirmar que hasta 1983 no existió, propiamente hablando, una política de deuda pública. En parte porque el déficit presupuestario del Estado comenzó a adquirir dimensiones preocupantes únicamente a partir del año 1978, pero sobre todo porque durante estos años se recurrió a los anticipos del Banco de España para financiar en muy elevada proporción el déficit, volviendo la espalda al mercado, al entender que de esa forma se minimizaba la carga financiera reflejada en sucesivos presupuestos. Los evidentes males que tal política implicaba no fueron jamás analizados, desoyendo las reiteradas quejas del banco emisor. Paradójicamente, la única parcela de la política de deuda que fue objeto de cierta atención por parte de los responsables de la política de deuda fue el endeudamiento exterior. Por desgracia su actuación resultó muy deficiente; de tal forma que en 1983 había mucho que corregir y poco que aprovechar en esa parcela. Por último, si no existía una política de deuda pública mal podía haber mercados para ese tipo de títulos, y esa deficiencia ha ido manifestándose hasta llegar a ocupar un papel primordial a medida que se acrecentaba el volumen de deuda viva.

Se perfilan así dos de las tres metas principales que la política de la deuda pretendió alcanzar entre 1983 y 1985: financiar adecuadamente el déficit y hacerlo mediante una política de emisiones bien planeada y correctamente ejecutada. La tercera, a que también me referiré, es la de contar con un marco fiscal lo menos beligerante posible. Pasemos revista a continuación a lo que significaban estos tres objetivos, dejando el juicio sobre en qué medida se cumplieron para la tercera parte del trabajo.

1. Financiar adecuadamente el déficit público

El Tesoro fue consciente desde un principio de la necesidad de evitar que el déficit público y su financiación promovieran expansiones monetarias excesivas y persistentes, que siempre acababan traduciéndose en un impulso in-

flacionista. Por ello se decidió emprender una política de deuda pública que, en sus rasgos más generales, puede caracterizarse como orientada hacia el recurso al mercado de capitales, con emisiones de títulos adecuados a las preferencias de los ahorradores y tipos de interés competitivos.

Aunque desde un principio se comprendió la necesidad de alargar la vida media de la deuda en circulación, la elevada magnitud del déficit presupuestario hacía imprescindible, en un principio, mantener las emisiones de pagarés del Tesoro, título que pronto alcanzó el favor de inversores y mercados, dado su ajuste a la preferencia por la liquidez de los inversores particulares y su ductilidad para convertirse en instrumento de la política de tesorería de empresas no-financieras.

A estas razones se unió la decisión, adoptada a finales de 1983, de que el Banco de España cesara en la emisión de certificados de regulación monetaria —que fueron sustituidos a su vencimiento, a lo largo de 1984, por pagarés del Tesoro—, pasando la deuda a corto del Estado a convertirse en el instrumento básico de la política de control monetario.

Los certificados de regulación monetaria habían sido emitidos por el Banco de España ante la necesidad de mantener el control monetario en momentos en los cuales el déficit estaba creciendo y los responsables del Tesoro se negaban a hacer política de deuda, empeñados, como he dicho antes, en utilizar casi exclusivamente el recurso al banco de España. Prueba de ello es que entre 1977 y 1982 el crédito del banco emisor financió, en promedio, el 94,3 por 100 del déficit de caja, con la peculiaridad que en dos años —1978 y 1980— la financiación del Banco de España fue superior a ese concepto de déficit.

Por el contrario, entre 1983 y 1986, el recurso promedio al Banco financió tan sólo el 19 por 100 del déficit de caja, con un año —el de 1984— en el cual el Tesoro fue capaz de devolver fondos al Banco, y no precisamente en cuantía escasa.

Un aspecto criticable de esa política de monetización del déficit presupuestario era, sin duda, el que hurtaba a la opinión pública uno de los rasgos más importantes del déficit, precisamente aquél que la nueva política de deuda se empeñó en desvelar desde sus principios: mostrar con toda crudeza su coste.

Una de las razones de la preferencia por la monetización del déficit público mediante el recurso al Banco de España, a pesar de sus evidentes desventajas de tipo macroeconómico, es que oculta temporalmente el coste de mantener el déficit. Aun cuando nadie podía ignorar la importancia que adquirió el pago de los intereses de los CRM emitidos por el Banco para controlar la expansión de la liquidez, originada por el déficit presupuestario, lo que podríamos denominar el «velo de la financiación del déficit» se ha seguido manteniendo, mostrando de forma palmaria cuán impermeables son los mitos a su destrucción por la razón. En efecto, introducir la idea de que el recurso al Banco de España tan sólo mejora en apariencia las cuentas públicas, y de que basta consolidar Tesoro y Banco en un único agente económico para darse inmediatamente cuenta de la falacia encerrada en las supuestas ventajas de utilizar el crédito del banco emisor, es un empeño que las luchas de los últimos años no han conseguido lograr.

2. Establecer una política de emisiones adecuada

Dos propósitos principales debía cumplir la política de deuda pública inaugurada en 1983, dos propósitos desde luego difíciles y que, por lo tanto, pueden desvanecerse en cuanto el Tesoro baja la guardia por una u otra razón: el primero podríamos resumirlo diciendo que se trataba de regularizar calendarios, afinar instrumentos y precisar técnicas de emisión; el segundo consistía en lograr la necesaria coordinación entre la política de deuda y la política monetaria. Examinemos ambos.

a) *Calendarios, instrumentos y técnicas de emisión*

El Tesoro venía practicando una política de emisiones ciertamente imprevisible. El mercado de capitales desconocía las pautas de emisión del Tesoro y el simple rumor de que iba a abrir sus ventanillas originaba expectativas poco gratas entre los restantes emisores habituales, especialmente entre los de carácter público, a quienes no agradaba en absoluto competir con el Estado, y menos aún verse relegados, a veces sin preaviso, a fechas diferentes de aquéllas para las cuales habían planteado cuidadosamente y con mucha anticipación su presencia en el mercado.

Por lo que al Tesoro respecta, el sistema utilizado tampoco era bueno. Aparecer esporádicamente, rodeando la emisión de un bombardeo publicitario, para desaparecer después en un letargo, en ocasiones de muchos meses, no era beneficioso. Desde un principio se orientaron los esfuerzos realizados en este campo a programar desde comienzos de año el

calendario de emisiones, de tal forma que los inversores y los restantes emisores públicos y privados conociesen de antemano las fechas en las cuales el Tesoro iba a «estar en el mercado». Cierto que el objetivo no se ha cumplido aún a plena satisfacción, pues la observancia de los requisitos legales implícitos en el sistema de autorizaciones contenido en la Ley de Presupuestos y la necesidad de aprobación de las emisiones mediante decretos ha obstaculizado en más de una ocasión el respeto a los calendarios previamente trazados. Esta es una meta que queda por alcanzar y a la que me referiré después.

Esta política de regularización de las emisiones iba acompañada de un esfuerzo constante de divulgación y propaganda dirigido a insuflar entre el público inversor la idea de que siempre puede adquirir papel del Estado. Es decir, que cuando no hay emisiones la alternativa es un mercado secundario de deuda pública cada día más amplio y líquido.

Paralelamente, se intentó mejorar los métodos de emisión. Parecía a todas luces evidente que el sistema de emisión abierta, con tipo de interés prefijado, presentaba inconvenientes claros en épocas caracterizadas por tipos de interés fluctuantes y por condiciones inestables de mercado. La emisión de bonos del Estado al 16 por 100 de octubre de 1982 fue una muestra clara de los errores que los gestores de la deuda pueden cometer al utilizar este sistema de emisión.

Puesto que en 1983 no existía un mercado secundario amplio y flexible, ni contábamos en nuestro país con la tradición necesaria para ello, las ventajas características del sistema de emisión continuada difícilmente podían alcanzarse en nuestro país. Era claro, por tanto, que el Tesoro debía encaminar sus pasos hacia la implantación plena de un sistema de emisión basado en el juicio del mercado: me estoy refiriendo al sistema de subasta.

Tal sistema se aplicó inicialmente a la emisión quincenal de pagarés del Tesoro, para traspasarse después a la deuda a medio y largo plazo. Así, la emisión de obligaciones del Estado de octubre de 1983 fue la primera en la cual el Tesoro tanteó la situación del mercado para fijar el tipo de interés de sus títulos. El sistema no dejaba de tener sus propias dificultades —a las que se añadirían, desde mediados de 1985, las derivadas de una interpretación rigorista de la ley de activos financieros—, lo cual explica que hasta 1986 no se haya aplicado a los bonos y obligaciones del Estado. A partir de esa fecha, toda la deuda del Estado, cualquiera que sea su plazo, se emite por subasta, con la excepción reciente de los pagarés del Tesoro, a los cuales la Ley de Activos Financieros y el régimen de coeficientes de inversión han arrinconado hasta convertirlos en una especie de cédulas para inversiones que se suscriben en fechas y a tipo de interés prefijados.

Otro de los problemas que la nueva política de deuda pública debía resolver era el de utilizar flexible y económicamente la financiación exterior.

La deuda exterior del Estado a finales de 1982, si bien era de cuantía relativamente importante —un 15 por 100 de los pasivos del Estado—, distaba mucho de satisfacer los que deben ser los objetivos básicos de cualquier política eficiente de manejo de esta clase de deuda: era cara, presentaba una concentración peligrosa en una sola moneda —el dólar americano—, su vida media resultaba corta —4, 3 años— y carecía de los mecanismos precisos para flexibilizar su manejo de forma tal que pudiera mejorarse la carga financiera que para nuestro país suponía. Eran, pues, esos objetivos los que debían perseguirse.

Si el Reino de España pretendía ser un prestatario continuo y prestigioso en dichos mercados, había de desecharse inmediatamente el objetivo —aparentemente sensato— de endeudarse al mínimo coste posible en cada operación realizada. Por el contrario, la finalidad perseguida por el Tesoro consistió en conseguir el coste medio mínimo posible para la totalidad de la deuda exterior viva en cada momento.

Ello supuso en más de un caso rechazar la tentación de obtener las condiciones más favorables en una operación concreta, a fin de mantener el mejor mercado posible para el Reino de España en el futuro. De tal forma que con cada operación se buscaba, por así decirlo, mejorar las condiciones de la siguiente o siguientes.

Esta finalidad estaba íntimamente relacionada con la necesidad de prestar una atención especialmente cuidadosa a los mercados secundarios. Es evidente que la cotización del papel del Reino en los mercados secundarios influye poderosamente en el coste de las futuras emisiones.

La política de endeudamiento exterior de un gran país como España es, ciertamente, compleja, y debe prestar cuidadosa atención a una serie de factores tales como:

a) Ampliar los mercados en los cuales puede obtener préstamos, pues ello facilita el abarata-

miento del total de los fondos conseguidos.

b) Cuidar la percepción que el mercado tiene del prestatario, lo cual no significa estar pendiente del *ranking* que se ocupe en clasificaciones más o menos caprichosas, sino mostrar una economía lo más sana y equilibrada posible.

c) Evitar un riesgo indebido por concentración del endeudamiento en unas pocas divisas y planificar cuidadosamente las decisiones del endeudamiento exterior.

d) Utilizar prudentemente la amplia gama de nuevos instrumentos y técnicas que hoy en día permiten a los prestatarios avisados un ahorro sustancial en la carga financiera de su deuda.

b) *Coordinación entre política de deuda y política monetaria*

Era evidente desde un principio que la decisión de conceder a las emisiones de deuda la responsabilidad principal en la tarea de financiar el déficit público —relegando el recurso al crédito del Banco de España a un papel lo más secundario posible— ponía en primer plano el problema de afinar la conexión entre estos dos poderosos instrumentos.

La situación se presentaba, a finales de 1982, muy clara. La existencia de un déficit público importante y persistente, combinada con la necesidad de una política monetaria restrictiva —que se juzgaba vital para combatir la inflación y apoyar la evolución del tipo de cambio de la peseta—, planteaba un dilema inmediato. No podía seguir existiendo una duplicidad de instrumentos —los pagarés del Tesoro y los certificados de regulación monetaria del Banco de España— y, consiguientemente, de mercados, por lo que, a comienzos de 1984, se procedió a suspender la venta de certificados por el Banco de España, y el Tesoro se hizo cargo de la tarea de emitir los pagarés necesarios tanto para cubrir la mayor parte de la financiación del déficit presupuestario como para facilitar el drenaje de activos de caja por parte del Banco.

En aquellos momentos esta deuda pública a corto plazo tenía tres clases de demandantes: las entidades de depósito, que la adquirieron a raíz de las operaciones de canje con los certificados de regulación, a medida que éstos iban venciendo o por deseo de materializar en estos títulos del Tesoro sus excedentes de tesorería; las empresas y particulares, que veían en los pagarés un instrumento idóneo para la materialización de los extremos más líquidos de sus carteras; por último, el propio Banco de España, en cuanto precisaba adquirir pagarés con el fin de constituir una cartera que le permitiese drenar liquidez del sistema bancario mediante la oferta de estos activos.

A esas fuentes de demanda se unió muy pronto otra de considerable importancia. Efectivamente, a raíz de la publicación del Real Decreto-Ley 6/1984, de 8 de junio, las entidades de depósito se vieron forzadas a constituir una demanda cautiva en pagarés para cumplir el coeficiente de inversión en deuda pública del Estado o del Tesoro, que la citada norma implantó para ayudar a financiar el déficit y ayudar al control monetario.

Pero a los pocos meses, exactamente a finales del invierno de 1985, comenzaron a plantearse las primeras dificultades en el manejo de ambos instrumentos. La demanda de pagarés había ido creciendo rápidamente a lo largo del otoño y el invierno de 1984-85, debido sobre todo a la fuerte demanda por parte de las empresas y los particulares. El mecanismo fundamental de alimentación de tal demanda fue la cesión temporal de pagarés, con pacto de recompra, por parte de las instituciones financieras. Habida cuenta de que el Banco de España había pasado a considerar los activos líquidos en manos del público (ALP) como principal variable instrumental en su proceso de control monetario, se produjo una autoalimentación muy notable en su tasa de crecimiento, que llevó al Banco a intentar frenarla a partir de abril de 1985 mediante la oferta de pagarés de su cartera, en cesiones temporales primero y a vencimiento después, a tipos más elevados que los que el Tesoro parecía dispuesto a aceptar en sus emisiones quincenales.

La situación se complicó por los efectos derivados de la Ley 14/1985, que establecía el nuevo régimen fiscal de determinados activos financieros. La discusión del proyecto de Ley originó una transformación masiva en pagarés de activos emitidos por entidades diferentes del Tesoro, habida cuenta de los privilegios fiscales de que éstos gozarían desde el momento de entrada en vigor de la Ley. En consecuencia, empezó a erosionarse la conexión hasta entonces existente entre los mercados de pagarés y los restantes mercados de activos financieros privados competitivos, que tan importante había sido para la eficaz transmisión de la política monetaria. Esta quiebra en el principio de utilización armónica de la política de manejo de la deuda y de la política monetaria se vio pronto reforzada por otras dos circunstancias: la primera, derivada estrictamente

del régimen fiscal establecido por la ya citada Ley 14/1985; la otra, producto de la instrumentación aplicada por el Banco de España en su conducción de la política monetaria. Analicemos a continuación, sin detenernos en excesivos detalles, el primero de ambos factores.

La entrada en vigor de la ley sobre régimen fiscal de determinados activos financieros originó, como se acaba de indicar, un cuantioso flujo adicional de demanda de esta clase de deuda a corto plazo, por motivos presumiblemente ligados a razones diversas de ocultación fiscal. Los beneficios de ésta, no obstante, se limitaban casi exclusivamente a los particulares, pero no a las entidades de depósito ni a la mayoría de las empresas. Se produjo, pues, una diferenciación en la demanda de pagarés: la proveniente de sujetos interesados en manter la ocultación fiscal y eludir la retención, que adquirían pagarés a largo plazo y estaban dispuestos a aceptar rentabilidades bajas, y aquélla relacionada con el conglomerado de demandantes desinteresados en ocultar patrimonios o evitar retenciones, que dirigía sus peticiones a los plazos cortos y no estaba dispuesta a aceptar rentabilidades artificialmente bajas.

El resultado fue una curva de tipos de interés a corto invertida, con tipos más altos en los plazos hasta tres meses, aproximadamente, y más bajos a partir de los seis meses. Este perfil inicial fue acentuándose a medida que avanzaba el año 1985, con lo cual se ampliaba el diferencial entre los tipos de interés de los pagarés y los de los activos negociados en los restantes mercados monetarios. A los efectos directos que esta segmentación de mercados produjo en el grado de eficacia de la transmisión de las decisiones de política monetaria en el continuo de mercados a los cuales habitualmente afecta, debe añadirse la inestabilidad provocada en los multiplicadores monetarios y la consiguiente falta de fiabilidad en las sendas de intervención mensualmente trazadas por el Banco de España.

Comentemos ahora el segundo escollo antes indicado. Es bien sabido que la instrumentación de la política monetaria depende, en último lugar, de que el Banco sea capaz de atemperar el volumen de financiación neta ofrecida por el sistema bancario al ritmo de expansión de los ALP perseguido por el banco emisor. Pues bien, para ellos debe contar con un marco de referencia razonablemente estable, de tal forma que pueda conceder créditos de regulación monetaria o colocar pagarés —antes sus propios pasivos— en los volumenes adecuados a la finalidad antes señalada. Desde mediados de 1985 ese esquema se vio bruscamente alterado; las entidades de depósito perdieron alicientes para mantener excedentes sobre los coeficientes legales y disminuyó la posibilidad de colocarlos entre su clientela. La fluidez y eficacia de la política monetaria quedó así condicionada por dos factores ajenos al Banco: el deseo del público de obtener pagarés de las carteras de los mayoristas —fundamentalmente bancos y cajas de ahorros— y la política de emisión practicada por el Tesoro, política en la que iban a pesar cada vez más las consideraciones ligadas a la finalidad de reducir la carga financiera de la deuda, utilizando a fondo las ventajas fiscales concedidas por la Ley.

Quedaba así claro que el buen funcionamiento de la política monetaria dependía de la política de deuda del Tesoro. Si éste, dominado por consideraciones ligadas a la carga financiera de la deuda, no emitía cuando y en la cuantía que hacía falta para cubrir los gastos presupuestarios en la proporción establecida en la Ley de Presupuestos, y recurría en cambio a descubiertos en su cuenta en el Banco de España, la política se enfrentaba a una misión imposible. La experiencia del primer semestre de 1987 constituye, creo, prueba palmaria de ello.

3. Corregir la beligerancia de la política fiscal

En 1978, al referirse a la tributación de los valores mobiliarios, el *Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores* afirmaba que «el sistema tributario español produce un efecto discriminatorio frente a la inversión en valores mobiliarios, puesto que la grava en mayor medida que a la inversión en otros activos». En opinión de la Comisión, esto era debido, primordialmente, a la mejor información que la Administración fiscal tiene tanto de los rendimientos como del capital de los títulos-valores.

Siete años después parecía como si esa misma Administración, no contenta con dicho sistema de información, y preocupada por la proliferación de los que se han llamado «nuevos activos financieros», estuviese lista a reforzar sus exigencias sin preocuparse en exceso de los posibles efectos en los mercados de valores. Pero más destacable es que esa misma posición de desconfianza, aun cuando pueda parecer paradójico, se aplicó también a una parte de los títulos emitidos por el propio Estado.

Aquí también las constantes innovaciones a que durante los úl-

timos cuatro años se ha visto sometida la política de deuda pública —así como los mercados organizados en torno a ella— exigían un marco fiscal lo suficientemente flexible como para no entorpecer su desarrollo. Por desgracia, no ha sido esa la situación, pues si bien la Ley 14/1985 ofreció, en principio, un conjunto de normas cuya incidencia en la política de deuda pública podía considerarse más o menos razonable, la posterior interpretación reglamentaria —y más aún su aplicación en la política cotidiana— la ha ido transformando en una escolástica fiscal, cuyo espíritu último parece ser el de frenar toda innovación, y ello es especialmente grave para el doble objetivo que la política de deuda debe perseguir en el futuro inmediato: a saber, reducir el coste de la financiación del déficit presupuestario al tiempo que se sientan las bases para un desarrollo ininterrumpido de mercados secundarios amplios y profundos.

Desde esta perspectiva, y mirando al pasado, he indicado ya mis diferencias respecto al tratamiento que la Ley 14/1985 otorga a los pagarés. Ya afirmé que la exención de retención debía haber sido la única ventaja razonable concedida a la deuda a corto del Tesoro; las restantes han conducido a este instrumento a un callejón sin salida. Mirando hacia el futuro, lo importante, quizás, es no repetir los errores del pasado cuando se encuentre en pleno funcionamiento el sistema de anotaciones en cuenta de deuda pública.

Y es que determinadas interpretaciones de la Ley 14/1985, que la desarrolló, pueden dificultar extraordinariamente la política de deuda del Tesoro.

La interpretación que se dé a determinados preceptos de la ley de activos financieros afecta directamente a las técnicas de emisión de deuda del Estado, y de forma muy especial cuando se emplea la técnica de subasta. En efecto, es bien sabido que las primeras subastas de obligaciones se realizaron de acuerdo con un procedimiento según el cual cuando existían ofertas en las que el tipo de interés solicitado era igual o inferior al tipo medio de la subasta, estas ofertas pagaban el 99,5 por 100 del valor nominal, de los títulos solicitados. Por el contrario, en aquéllas en las que el tipo de interés solicitado era superior al tipo medio de la subasta, el Tesoro utilizaba un procedimiento especial para determinar el precio a pagar por cada título; procedimiento que aseguraba que el tipo de rendimiento obtenido era el de un título por el cual se había pagado el 99,5 por 100 de su valor nominal, y cuyo tipo de interés fuese el solicitado por el concurrente a la subasta.

Pues bien, una interpretación excesivamente rigurosa del concepto de «intereses y demás contraprestaciones por la cesión de capitales ajenos», incluido en el artículo octavo, 1, de la tan citada Ley 14/1985, obligó al Tesoro a modificar sus sistemas de emisión, tal y como se deduce de la lectura de la O.M. de 9 de mayo de 1986, por la que se disponía la emisión, por vez primera mediante subasta, de bonos del Estado. Y es que, en su artículo 3.2, se sustituye el sistema anteriormente descrito de la prima del 0,5 por 100 por el pago de un «cupón complementario de intereses, prepagado», al tiempo que cambia el sistema de subasta al llamado «sistema holandés», practicado en las subastas quincenales de pagarés.

Me temo que las consecuencias de esta decisión no auguren nada bueno para el futuro. En primer lugar, la implantación generalizada del sistema de subasta holandesa supondría para el Tesoro un mayor coste de emisión, al obligar a dar a todas las ofertas aceptadas el rendimiento marginal; pero, además, si se entiende que no pueden subsistir como títulos de una misma emisión con rendimientos explícitos —tal cual las de bonos y obligaciones del Estado— títulos con primas de emisión diferente —pues éstos se transforman en títulos con rendimiento implícito y existen tantas emisiones como grupos de títulos con primas diversas— y títulos emitidos a la par, la fungibilidad de unos y otros desaparecerá, y los mercados secundarios, que precisan para su buen funcionamiento emisiones amplias y homogéneas, se fragmentarán y paralizarán en detrimento del emisor. Afortunadamente, la O.M. de 11 de junio ha establecido para el nuevo instrumento a corto —las letras del Tesoro— un sistema que evita la subasta holandesa, potenciando así el interés de los especialistas y minimizando el coste de emisión para el Tesoro.

Salvada en el R.D. 505/1987 la posibilidad de emitir títulos a corto con rendimiento implícito no sometidos a retención, y aclarado que las diversas modalidades de operaciones con deuda del Estado anotada no generan rendimientos del capital mobiliario y, por tanto, no están sometidos a retención los rendimientos derivados de dichas transmisiones, sólo queda confiar en que las preocupaciones de información fiscal no recorten las oportunidades de innovación financiera que los mercados pueden encontrar en el Sistema de Deuda Anotada, y de las cuales el Tesoro resultaría ser el principal beneficiario. A ello me referiré en la tercera parte del siguiente apartado.

IV. ¿TIENE FUTURO LA POLITICA DE DEUDA PUBLICA?

El futuro de la política de deuda pública es, sin duda, función de la decisión, que al gobierno corresponde, de adoptar una serie de medidas que devuelvan a la política de deuda el papel que sólo en muy contadas ocasiones ha tenido en el curso de su larga historia. Ello supone aceptar, ante todo, una serie de compromisos que, si bien se han comenzado a asumir ya, todavía no aparecen claros en el cuadro de las obligaciones de un emisor tan relevante como el Tesoro público. Para ello son precisos dos pasos: asegurar la máxima flexibilidad y neutralidad del marco fiscal ante las innovaciones de unos mercados cada día más sofisticados y, en segundo lugar, reconsiderar desde sus mismos cimientos la actual regulación legal del recurso al crédito del Banco de España. Veamos a continuación las cuatro grandes tareas que ante sí tiene la política de deuda pública.

1. Recuperar el papel que le corresponde como instrumento de la política económica del gobierno

El sistema financiero español ha experimentado, en el curso de la última década, cambios muy profundos cuyas causas no son fáciles de resumir. Un factor de importancia capital ha sido, sin duda, el proceso de innovación financiera registrado en esos años. Tal proceso fue debido fundamentalmente, a dos fuerzas: por un lado, las tasas elevadas de inflación y la variabilidad de los tipos nominales de interés han inclinado a los ahorradores hacia fórmulas nuevas que asegurasen unos valores mínimos a los tipos de interés reales; por otro, la aparición de nuevas tecnologías en los campos de la comunicación, tratamiento de datos y toma de decisiones ha favorecido la expansión de intermediarios menos regulados y caracterizados por unos costes operativos más bajos. El resultado ha sido el fenómeno conocido como desintermediación.

Pero una descripción cabal del rápido proceso de cambio experimentado por nuestro sistema financiero debe mencionar también dos hechos esenciales: la existencia de unos coeficientes obligatorios muy elevados y la presencia de un voluminoso déficit público, que exigía acuciantemente fórmulas nuevas para su financiación. Ambos factores son de sobra conocidos y no precisan una descripción detallada. El primero impulsó a las entidades a ellos sometidas a buscar fórmulas de eludirlos creando nuevos activos; por su parte, el Tesoro público debió irrumpir en los mercados monetarios y de capitales compitiendo por un ahorro cada vez más escaso mediante la oferta de una gama de instrumentos mejor adaptados a las preferencias de los ahorradores últimos; pero, aun así, se vio forzado a financiar una parte del déficit mediante la imposición de coeficientes en las carteras de las instituciones bancarias.

Como es lógico, el Banco de España también se vio afectado por este rápido y complejo cambio. Por un lado, la aparición de nuevos activos y nuevos intermediarios financieros perturbó la instrumentación tradicional de la política monetaria; por otro, la necesidad de contrarrestar los fuertes efectos expansivos del déficit público le obligó, primero, a la adopción de papeles alejados de su cometido estricto —concretamente, la emisión de una modalidad de deuda a corto limitada a instituciones financieras—, y después a una presencia cada vez más atractiva en una gama de mercados que inexorablemente se va ampliando.

Estos cambios imponen, en mi opinión, la necesidad imperiosa de asentar definitivamente los principios adecuados de una política de gestión de la deuda pública; principios que no deberían olvidar los siguientes condicionantes:

a) El nivel muy elevado de endeudamiento del Estado y su estructura de vencimientos, de un lado, y las perspectivas de evolución futura del déficit público, de otro, implican un ritmo de apelación a los mercados monetarios y de capitales muy intenso y continuado en los próximos años. Se plantea así la necesidad de unos mercados de deuda pública amplios y eficientes, que faciliten dicha financiación en condiciones no inflacionarias, al mínimo coste y con las menores distorsiones y alteraciones posibles en el funcionamiento del sistema financiero. En este sentido, cualquier decisión relativa a la política de deuda, a la revisión de los mecanismos de intervención monetaria y, en fin, a las relaciones entre ambas, debe tratar de favorecer el desarrollo y la consolidación de mercados competitivos, líquidos y transparentes. Con ello, no sólo se atenderían las exigencias propias del mercado, sino que, además, para un déficit dado, se estimularía un mejor funcionamiento del sistema financiero y de la economía en su conjunto.

b) Las ventajas otorgadas por la ley de activos financieros a los pagarés, y la ausencia de retención en los rendimientos de las letras del Tesoro, plantean dos

grandes opciones al diseño de la política de deuda:

1. Continuar la política reciente de financiación del déficit basada en los instrumentos a corto plazo, habida cuenta fundamentalmente de las consideraciones relativas a una menor carga financiera inmediata.

Evidentemente, ésta es una opción tentadora, pero que no deja de tener graves inconvenientes, entre los cuales deben destacarse los siguientes:

- Una preferencia tan marcada por el corto plazo y el ahorro inmediato de costes tendrá una influencia negativa a medio plazo sobre el flujo futuro de la demanda.

- Se limitaría la gama de inversores interesados en la adquisición de títulos públicos, perturbando el desarrollo de los mercados de deuda, con lo cual se influiría negativamente, a medio plazo, sobre el déficit público y su financiación.

- Se correría el riesgo de perpetuar el sistema actual de coeficientes obligatorios para bancos y cajas.

- Por último, esta opción dificultaría el progreso hacia un sistema financiero más desarrollado y eficiente, con las consiguientes consecuencias perjudiciales tanto para la financiación del propio déficit como para el buen funcionamiento de la economía.

2. Cambiar la estructura de financiación del déficit, poniendo un mayor énfasis en la colocación de deuda a medio y largo plazo. En esta opción no se evitaría la continuidad inmediata de un fuerte recurso a la deuda a corto plazo materializada en letras del Tesoro, instrumento especialmente adecuado en unos momentos caracterizados por elevados tipos de interés, pero se debería proporcionar una oferta diversificada de títulos que tuviese en cuenta los posibles desplazamientos de la demanda como resultado de cambios en las expectativas de inflación y de las incertidumbres relativas al futuro de los pagarés del Tesoro.

Es evidente que ello implica una transacción entre los intereses de los inversores —incluidas las entidades de depósito— y los del Tesoro. Este renunciaría a obtener de inmediato todas las ventajas posibles a cambio de conceder al mercado un papel más importante y duradero, tanto en la determinación de la composición de la deuda como en la fijación de la estructura de sus tipos de interés.

La puesta en práctica de esta política por parte del Tesoro proporcionaría la base necesaria para conseguir un mercado secundario de deuda pública muy amplio. Dicho mercado se vería reforzado si la instrumentación de la política monetaria se concibiese como una forma de refinanciación permanente de posiciones de deuda mantenidas por las entidades bancarias y otros mediadores en dichos mercados, de magnitud cambiante en función de los objetivos de la política monetaria. De esta forma se fomentaría la demanda de títulos por parte de dichas instituciones.

En resumen, esta opción permitiría cerrar un largo período en el que se han ido sentando algunas bases para la creación de un mercado amplio y eficiente de deuda pública, eliminar los coeficientes obligatorios, teniendo en cuenta en gran medida las distorsiones creadas por la ley de régimen fiscal de algunos activos financieros, y abriendo el camino para una instrumentación más flexible de la política monetaria mediante operaciones de dobles en los mercados de letras o de deuda a medio y largo plazo.

2. Aceptar los compromisos que ello representa

De decidirse los responsables del Tesoro por la segunda opción de política de deuda que acabo de describir, sería necesario que asumieran las consecuencias que el desarrollo de tal opción lleva consigo. Los compromisos que el Tesoro debería asumir son, en mi opinión, los tres siguientes:

a) Una política de emisiones adecuada.

- Ello supone, ante todo, fijar un esquema sencillo de instrumentos suficientemente conocidos por el mercado que, cubriendo el corto, medio y largo plazo, permita al inversor escoger en cada momento la estructura de endeudamiento más apropiada y capaz de atender las demandas de aquéllos.

- Asegurar unas emisiones ordenadas y sistemáticas, basadas en unos calendarios regulares y anunciados al comienzo de cada año.

- Establecer el sistema de subasta adecuado y que favorezca la actuación de entidades especializadas.

- Revisar el actual sistema de comisiones, llegando incluso a eliminarlas si se adoptara el sistema de emisión mediante subasta apropiado.

b) Puesta en funcionamiento rápida del sistema de anotaciones en cuenta para facilitar la emisión y negociación de la deuda pública, de forma que se reduzcan los costes de emisión, transferencia, pago

de intereses y amortización. La rapidez, eficiencia y bajo coste de transacción que este sistema implica contribuirán, sin duda, a hacer más atractivos dichos valores y a dotar de mayor liquidez al mercado.

c) Propiciar la adecuada organización del mercado. En tercer lugar, es necesaria una organización del mercado de deuda pública sobre nuevas bases institucionales que aseguren una liquidez elevada y una formación eficiente de precios. El actual sistema de subasta en corro bursátil no es, desde luego, la organización de mercado apropiada para ello, y en este sentido es evidente el desplazamiento que se está produciendo hacia los mercados telefónicos. La experiencia acumulada muestra que los objetivos enunciados se alcanzan mejor en un mercado de entidades capaces de actuar por cuenta propia, asistido por mediadores que las pongan en contacto y difundan la información precisa sobre precios y volúmenes contratados, apoyados en los modernos medios informáticos. Enunciar esto, hace no muchos meses, podría resultar iluso, pero los desarrollos recientes, a los que antes he hecho referencia, han conducido a que exista un número significativo de entidades —bancos nacionales, cajas de ahorros, bancos extranjeros y SMMD— dispuestas a desempeñar un papel de creadores de mercado y un conjunto de intermediarios dispuestos a sostener un sistema de negociación basado en la difusión instantánea, por pantallas, de precios operativos y en el cierre de operaciones por teléfono, garantizando el anonimato de las partes. Así pues, existen hoy las bases necesarias para proceder a dicha reorganización del mercado que, en última instancia, depende de cómo se establezca el conjunto de normas reguladoras del nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado y de la instrumentación de una política de emisiones sistemática que asegure un flujo regular de valores.

Es imprescindible que la organización y el funcionamiento del mercado se apoyen en reglas adecuadas para garantizar los intereses de los inversores, pero sin que ello impida un funcionamiento flexible del mercado. En consecuencia, las autoridades monetarias deberán preocuparse de asegurar la solvencia financiera y la capacidad profesional de las instituciones financieras que actúen en el mercado; la existencia de los registros apropiados de las operaciones realizadas y la utilización de unas reglas correctas de contabilización de las mismas, así como la aplicación de criterios transparentes de compensación y liquidación, todo ello sin mencionar la necesidad de mantener unas adecuadas prácticas comerciales y una ejecución de las operaciones a precios justos.

Contando con esas bases, no dudo que la deuda pública podría convertirse en el centro de los mercados financieros, con consecuencias claramente beneficiosas para la financiación del déficit y para la instrumentación de la política monetaria.

3. Flexibilizar el marco fiscal

Ya apunté antes mis temores respecto a los posibles daños que una aplicación rigurosa de las vigentes normas fiscales puede originar en el buen funcionamiento del mercado de deuda pública. También indiqué cómo las normas fiscales contenidas en el R.D. 505/1987, que creaba el sistema de deuda anotada, han permitido salvar, siquiera sea «a los puntos», el desarrollo de estos mercados. Pero todo ello no permite ocultar que quedan importantes pasos que dar, pasos necesitados de una aplicación abierta y no recelosa de las normas fiscales.

Tengo en mente, de forma muy especial, la posibilidad de separar derechos económicos y principal de la deuda, negociándolos por separado. Ello significa, en otras palabras, que el activo inicial se transforma en dos activos diferentes: en uno, su rentabilidad proviene de la recuperación del principal en el momento de la amortización, en el otro, del flujo periódico de intereses esperado hasta la amortización. Serían, por tanto, posibles operaciones de transmisión en firme de derechos económicos y de principal, y de compra-venta simultáneas tanto de los unos como de los otros.

Por la relativa novedad que esta posibilidad supone, conviene, ante todo, no perderse en su base jurídica para no concluir, después, en un tratamiento fiscal erróneo que haga inviable esta operatoria. Ante todo, debe recordarse que es práctica antigua en nuestros mercados bursátiles la venta de derechos de suscripción preferente de los títulos de renta variable. Esos «cupones» no son sino derechos que se pueden desgajar del título principal y transmitir, estando su régimen fiscal fijado claramente en los artículos 75 del reglamento del impuesto de sociedades y 84 del referente al impuesto sobre la renta. Por lo tanto, nada se opone a que en la deuda pública se segreguen los derechos económicos del principal, pues deben considerarse accesorios a éste y se negocian separadamente.

La Ley 14/1985 no establece concretamente el régimen fiscal

aplicable a estos derechos accesorios de los valores en que se materializan unas modalidades de deuda pública con rendimiento explícito, pero en buena lógica jurídica tales derechos accesorios son la manifestación de unos rendimientos explícitos, y sobre ellos debería practicarse la retención habitual. Si lo que se produce es una diferencia entre el precio de adquisición del derecho económico y el de su posterior venta, como consecuencia de una operación «doble», típica en estos mercados, creo que un correcto tratamiento fiscal debería considerar dicha diferencia como un incremento del patrimonio, y en modo alguno un rendimiento del capital mobiliario; tesis únicamente defendible, a mi juicio, si esos derechos económicos tuvieran la consideración de activos financieros con rendimiento implícito, lo cual no cuadra con el concepto, nunca discutido, de título valor con interés explícito que tradicionalmente se ha dado a la deuda del Estado.

Por similares razones, las operaciones que pudieran efectuarse con el principal de la deuda pública —ya fuesen su venta a vencimiento o su cesión temporal con pacto de recompra— deberían gozar de un tratamiento fiscal igualmente claro desde un principio. Si la operación es a vencimiento, resulta palmario que el tenedor de la deuda no deberá sufrir retención alguna y que la diferencia entre el precio de compra y el importe percibido a la amortización deberá considerarse incremento del capital mobiliario. En el caso de una operación «doble», la diferencia de precios constituirá, asimismo, un incremento del patrimonio, pues la separación de los derechos económicos del título no convierte a éste en un activo con rendimiento implícito.

En resumen, sería deseable que estas consideraciones no se echasen en saco roto, impidiendo, mediante una interpretación fiscal injustificadamente rigurosa, que el Tesoro obtenga las grandes ventajas de todo orden que la implantación del sistema de anotaciones en cuenta de deuda pública promete. Además, no se trataría de favorecer fórmulas de opacidad informativa ni mermas de los ingresos del fisco; tan sólo de potenciar el desarrollo de técnicas y mercados que disminuirían, a buen seguro, el coste de la deuda emitida en el futuro.

4. Reconsiderar la regulación legal del recurso del Tesoro al Banco de España

En la primera parte de mi trabajo he expuesto las dudas que el tratamiento dado al recurso por el Tesoro al crédito del Banco de España suscita desde un punto de vista estrictamente legal. He examinado después algo que es de todos conocido: a saber, las perturbadoras consecuencias que la amplitud y la liberalidad de ese recurso provocan en la instrumentación de la política monetaria y, lo cual es acaso más importante, en la propia política de manejo de la deuda.

No sorprenderá, por tanto, que ahora insista en esta cuestión con la afirmación de que si no se corrige el marco legal regulador de las relaciones entre el Tesoro y el Banco de España, será imposible para este último instrumentar una política monetaria eficaz y aquél continuará confundiendo política de deuda con monetización del déficit presupuestario.

También afirmé antes que no intentaba entrar en la polémica de si la continuidad de déficit públicos importantes origina presiones políticas y económicas tales que acaban obligando al banco emisor a monetizar una parte, más o menos significativa, de la deuda emitida por el Tesoro, creando de esta forma más dinero que el necesario para financiar el crecimiento real de la economía y produciendo más inflación futura.

Es para mí igualmente clara la existencia de una relación directa entre la monetización del déficit y el funcionamiento de mercados financieros desarrollados. Efectivamente, en países que no cuentan con ese tipo de mercados, como ha sido el caso de España hasta hace muy pocos años, resulta muy difícil que los potenciales inversores en deuda pública absorban los continuos incrementos de la deuda en circulación. El banco emisor se ve así forzado, en ocasiones por imposiciones legales de diverso tipo, a adquirir deuda del Estado, con lo cual los déficit públicos producen, *ceteris paribus*, un incremento automático de la base y, por ende, de la oferta monetaria. Por el contrario, en aquellos otros países que cuentan con mercados financieros amplios y profundos la nueva deuda emitida por el Tesoro puede ser absorbida por el sector privado, y el banco emisor sólo compra la necesaria para instrumentar su política monetaria. A ello se añade el que en esos países suele estar legalmente prohibido, de una u otra forma, que el banco emisor adquiera directamente deuda pública.

En España la situación es compleja. Ante todo, las normas legales permiten una monetización elevadísima del déficit —de acuerdo con esas normas el Tesoro podría monetizar el presente año el 68 por 100 del límite de emisión de deuda autorizado por la vigente Ley de Presupuestos. En segundo

término, la práctica de consolidación de los anticipos que son vehículo de aquella monetización —práctica ante cuya legalidad he expresado mis reservas— ha trastocado el balance del banco emisor hasta el extremo de que hoy en día —e incluyendo la consolidación de los anticipos concedidos en 1986— el 41,4 por 100 de su activo son créditos al Tesoro sin interés ni fecha de amortización. Ambas cuestiones son fuente de graves problemas cuya solución reclama inmediata enmienda.

Como repetidamente se ha mencionado, el Tesoro dispone hoy en día de la facultad legal de recurrir a los anticipos del Banco de España hasta el límite del 12 por 100 de los presupuestos de gastos del Estado y los organismos autónomos de carácter administrativo. Eso significa una cantidad muy superior a la que históricamente reflejan las diferencias entre gastos e ingresos y, en consecuencia, constituye una invitación irresistible a rehuir la emisión de deuda en cuanto las condiciones del mercado no son las que juzga deseables, olvidando tanto los problemas que tal decisión pueda causar a la política monetaria como la desconfianza futura de los inversores hacia la necesaria regularidad y compromiso del emisor respecto a sus mercados.

La solución sólo puede hallarse en la supresión de esa facultad de recurso al crédito del Banco. Como paso intermedio, cabría reducir el porcentaje mencionado a cifras más acordes con la justificación que dicha facultad tiene en nuestro ordenamiento legal: o sea, la de salvar desfases temporales entre pagos e ingresos presupuestarios. En este sentido, un porcentaje del, por ejemplo, 3 por 100 de los gastos presupuestarios podría ser suficiente a juzgar por las series históricas de ambas magnitudes. A ello debería añadirse, como lógico corolario, la necesidad de que al concluir el ejercicio presupuestario esos anticipos fuesen cancelados, sustituyéndose, en último caso, por la emisión de un título de deuda, con interés explícito y fecha de amortización, entregado al Banco de España por el Tesoro.

La segunda cuestión cuya sulución queda pendiente, y urge, en mi opinión, resolver, es la de los 3.554 miles de millones de pesetas de créditos al Tesoro que figuran en el activo del balance del banco emisor. La cifra produce escalofríos y justifica que los responsables del Presupuesto, agobiados ya por una carga financiera de la deuda que se resisten a admitir como secuela económicamente inevitable de ese ejercicio de despotismo paterno conistente en pasarle el resultado de nuestro despilfarro colectivo presente a las generaciones venideras, cierren una y otra vez los ojos a las perturbaciones que origina.

Lo cierto es que la situación no puede prolongarse porque un día la opinión pública se va a despertar con la inquietante noticia de que el Banco de España tiene pérdidas y, al igual que un banco en crisis, precisa subvenciones del Presupuesto. Lo mejor sería que tal situación límite no se presentase nunca. Para ello no sólo es preciso eliminar, gradualmente si se quiere, los anticipos del Banco al Tesoro, sino que habrá de encontrarse una solución a los créditos ya concedidos. Respetando nuestra tradición financiera, la salida que me parece más factible es la conversión de estos créditos en un título especial de deuda, con un interés simbólico y un plan de amortización que combine un plazo muy largo con la facultad para el Tesoro de rescatar parte de tal deuda con cargo a los beneficios anuales del Banco.

Por último, conviene establecer los justos límites a otras posibilidades legales de utilizar los recursos financieros del banco emisor.

No dudo de la conveniencia y legitimidad de que, por ley aprobada en Cortes, se ordene al Banco financiar temporalmente un determinado gasto. Ahora bien, el banco emisor no puede ni debe, dado su especial papel en nuestro sistema económico y financiero, conceder crédito gratuito a perpetuidad. Sería conveniente, pues, que tales normas legales indicasen expresamente cómo se han de financiar definitivamente los gastos que en ellas se autorizan.

Además, el Banco de España viene financiando, dentro de nuestra vigente legislación, una serie de gastos que deberían figurar explícitamente en los presupuestos, de acuerdo con el mandato constitucional contenido en el artículo 134.2.

Ante todo, el artículo 21 del Decreto-Ley de nacionalización y reorganización del Banco permite a los organismos públicos y empresas nacionales concertar operaciones de crédito, por un plazo no superior a 18 meses, con la autorización del gobierno. En la práctica, la inmensa mayoría de las operaciones amparadas en dicha norma resultan ser financiación de gastos que, de acuerdo con el artículo antes citado de nuestra Constitución, tendrían su reflejo fiel en los capítulos de gastos del Presupuesto. La otra parte responde a problemas estructurales sin resolver, razón por la cual la financiación temporal contemplada en la norma legal citada se transforma, de hecho, en financiación a medio y largo plazo que, en ocasiones, ni siquiera es reembolsada a su vencimiento. He-

mos de recordar, por último, que el citado artículo 21 dice que «El Gobierno fijará el límite de los créditos que puedan autorizarse...», en un deseo lógico de imponer transparencia a esta vía de utilización de los recursos financieros del banco central. Que yo sepa, ese imperativo legal jamás ha sido cumplido, o al menos dado a conocer públicamente.

Queda un último sendero a través del cual el Banco de España financia compromisos de gasto del Tesoro. Me refiero a la práctica según la cual aquél anticipa a éste cantidades, a veces muy cuantiosas, para hacer frente, por ejemplo, al pago del seguro de cambio de las autopistas, o las propias del servicio financiero de la deuda pública, tanto exterior como interior. También en estos casos convendría deslindar las respectivas obligaciones, de tal modo que el Tesoro supiese que debe contar con fondos para responder puntualmente a los pagos de sus deudas.

NOTAS:

(1) *Vid.* Ley 11/1979, de 19 de julio; Ley 42/1979, de 29 de diciembre; Ley 74/1980, de 29 de septiembre; 44/1981 de 26 de diciembre; Real Decreto-Ley 24/1982, de 29 de diciembre; Ley 44/1983, de 28 de diciembre; Ley 50/1984, de 30 de diciembre; Ley 46/1985, de 27 de diciembre; y Ley 21/1986, de 23 de diciembre.

(2) El artículo 38.1 a) de la Ley de Presupuestos para 1987 constituye una novedad en este punto, por cuanto fija un límite en términos de saldo vivo a todas las clases de deuda pública que se emita durante el ejercicio presupuestario.

DEUDA PUBLICA Y BANCA PRIVADA

Rafael TERMES CARRERO

EL 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 marginales, en puntos específicos de actualidad.

LA EXPANSION DE LA DEUDA PUBLICA

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 situa 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 crecimienhto 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 mas rápido, ya que en nuestro país el *stock* de deuda, que a mediados de los años setenta era desdeñable, 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 búsqueda 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 disfrutan 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 resultas 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 excesivamenhte 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 PUBLICO

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 la 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 mercdo mediante la emisión de deuda, optó por recurrir al Banco de España, apelando al sistema de descubiertos en su cuenta. De resultas 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 nominales 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 periodo 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 colocación 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 liberalizadoras 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, ocurre 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.

LA DEUDA PUBLICA Y LAS CAJAS DE AHORROS

Manuel J. LAGARES CALVO

EN un país que ha acumulado fuertes déficit públicos durante la última década, los temas que se relacionan con la deuda pública han de tener, inevitablemente, una gran importancia. Este es, precisamente, el caso de España, que desde hace más de diez años ha venido acumulando déficit en las cuentas de las administraciones públicas por valores que han llegado, incluso, a aproximarse en ocasiones al 7 por 100 de su PIB.

Por otra parte, la conexión entre deuda pública y entidades de crédito no puede por menos que ser también de gran relevancia. En primer término, porque el sector público ha utilizado y utiliza reiteradamente a las entidades de depósito para colocar, voluntaria u obligatoriamente, la deuda pública. En segundo lugar, porque la deuda pública constituye un activo financiero que se negocia en mercados donde habitualmente actúan las entidades de depósito y, dentro de esos mercados, es posiblemente el más importante de los activos financieros disponibles.

En cuanto al papel respecto a la deuda pública de las cajas de ahorros, no cabe duda de que es también importante. En primer término, porque las cajas de ahorros constituyen una parte sustancial de las entidades de crédito españolas y, en segundo lugar, porque la Administración de nuestro país ha tenido siempre una preferencia fácilmente demostrable por utilizar a las cajas de ahorros como vehículo para la financiación obligatoria del déficit público. Trataremos seguidamente de exponer cuáles son, en este sentido, las opiniones que han mantenido reiteradamente las cajas de ahorros respecto al déficit público y su financiación, el papel de las cajas de ahorros en la colocación de la deuda pública y, finalmente, la situación actual del mercado de la deuda pública y las condiciones necesarias para su correcto funcionamiento.

I. EL DEFICIT PUBLICO Y SU FINANCIACION

Plantearse cuál debe ser el sistema preferible para la financiación del déficit público obliga necesariamente a considerar, de forma previa, cuáles son las causas y las razones que pueden justificar la existencia del propio déficit público. En consecuencia, trataremos primeramente de considerar los motivos por los que se genera actualmente el déficit público, y ello nos permitirá comprobar la posible justificación del mismo para, posteriormente, tratar de responder a la pregunta de cuál puede ser el mejor modo de financiar el déficit público existente.

1. Causas del déficit público

Habitualmente el déficit público tiene escasa justificación en cualquier país. Existe una regla básica de la Hacienda Pública que señala que los impuestos en los países democráticos vienen a ser precios que se satisfacen por los servicios públicos y que, en consecuencia, lo que se recauda mediante los tributos debería cubrir el coste de producción de tales servicios públicos. En ello precisamente se fundamenta el principio de suficiencia, que es uno de los que habitualmente se considera que debe cumplir todo sistema tributario —cubrir con su recaudación el coste de la totalidad del gasto público—, pues introduce un criterio de disciplina propia del mercado, ya que, como es bien conocido, ninguna empresa puede subsistir a largo plazo si sus ingresos son inferiores a sus gastos.

Excepcionalmente, son posibles situaciones en las que el déficit público —es decir, el exceso de los gastos públicos sobre los ingresos de esta naturaleza— sea necesario. Tal ocurre cuando una insuficiencia de la demanda global justifica una política keynesiana de gasto público financiado a déficit como medio de conseguir el pleno empleo de los recursos de una economía. Esa situación, sin embargo, no parece encontrarse en la raíz de nuestro déficit público actual, pues la crisis que desde hace más de una década viene padeciendo la economía mundial se ha caracterizado en casi todos los países —y, desde luego, también en España— por un exceso de demanda sobre oferta que ha dado origen a fuertes desequilibrios en los precios interiores y en la balanza de pagos.

Por el contrario, se ha podido comprobar para el caso concreto de nuestro país que, en primer término, el déficit público se ha originado en estos años básicamente por un desequilibrio entre gastos e ingresos públicos de raíz estructural, y no como consecuencia de decisiones pretendidas por la política fiscal para elevar el nivel de la demanda global, y, en segundo lugar, que el desequilibrio

estructural origen del déficit se encuentra más en el ámbito de los gastos que en el de los ingresos, como el cuadro n.° 1 permite comprobar. El sistema tributario español ha funcionado muy bien en los últimos años y ha recaudado cantidades crecientes a ritmos muy superiores a los alcanzados en otros países próximos al nuestro. Pese a ello, no ha sido capaz de recaudar lo suficiente para cubrir unos gastos públicos aceleradamente crecientes que no responden, en su mayor parte, a una política consciente de sostenimiento de la demanda global, sino que han sido consecuencia de graves problemas estructurales de la economía española.

En el contexto anterior, es evidente, en consecuencia, que los actuales niveles de déficit público tienen escasa justificación y que la mayor parte de nuestro déficit público debería ser rápidamente eliminado. Esa eliminación, por otra parte, debería derivarse, en todo caso, de la reducción en el ritmo de crecimiento de los gastos públicos y no de un aumento aún más acelerado de los ingresos tributarios.

2. Comunidades autónomas, corporaciones locales y déficit público

En el crecimiento del déficit público de los últimos años empiezan a tener un papel de cierta consideración las comunidades autónomas y las corporaciones locales. Como puede comprobarse a través de los datos del cuadro número 2, la necesidad de financiación de las administraciones territoriales ha pasado en los tres últimos ejercicios de representar aproximadamente un 1 por 100 de las necesidades de financiación totales del sector público a suponer casi un 10 por 100 de tal magnitud, concretamente el 8,6 por 100 en 1986. Es evidente, en consecuencia, que en la generación del déficit público van teniendo, desgraciadamente, un peso creciente también las administraciones territoriales, y ese peso puede aumentar rápidamente en el futuro a medida que las transferencias de servicios a las administraciones territoriales sean cada vez más amplias y no se establezca alguna regla que permita financiar más ortodoxamente los gastos de estos entes.

El problema —como resulta evidente— es complejo y de enorme trascendencia, porque cualquier norma que estableciese limitaciones a la capacidad de generar déficit por parte de las administraciones territoriales tendría que ir acompañada posiblemente de una redistribución importante de las fuentes tributarias de financiación del sector público y del papel de las administraciones territoriales respecto a tales fuentes.

CUADRO N.° 1

INGRESOS, GASTOS Y DEFICIT PUBLICO
(En % del PIB de cada año)

Años	*Ingresos*	*Gastos*	*Déficit público*
1980	30,4	33,1	2,7
1981	31,9	35,8	3,9
1982	32,1	37,7	5,6
1983	34,2	39,0	4,8
1984	34,1	39,6	5,5
1985	35,7	42,4	6,7
1986	36,8	42,5	5,7

Fuente: Banco de España, *Informe anual*, y elaboración propia.

3. La financiación del déficit

Es evidente que, una vez que el déficit público se ha producido, cualquiera que sea su origen y el subsector que lo haya experimentado, el problema con el que hay que enfrentarse es con la forma más adecuada de financiarlo. Para ello existen fundamentalmente dos caminos distintos. El primero consiste en financiar el déficit mediante la expansión de la base monetaria. El segundo, mediante la emisión de deuda pública colocada entre los particulares o las entidades privadas de crédito.

Como es bien conocido, cada uno de estos procedimientos de financiación tiene, sin embargo, efectos muy diferentes. Si para financiar el déficit se utiliza el procedimiento de aumentar la base monetaria del sistema, sus efectos sobre la demanda global serán más fuertemente expansivos y, en consecuencia, más elevados también serán los riesgos inflacionistas del déficit público. Por el contrario, si se recurre a la emisión de deuda pública para financiar el déficit, sus efectos sobre la demanda global serán más reduci-

CUADRO N.° 2

NECESIDADES DE FINANCIACION DEL SECTOR PUBLICO
(En % del PIB de cada año)

Años	*Total administraciones*	*Administraciones territoriales*	*% territoriales sobre total*
1980	2,7	—	0,3
1981	3,9	0,1	2,8
1982	5,6	0,6	11,5
1983	4,8	0,2	4,1
1984	5,5	0,1	1,1
1985	6,7	0,5	7,6
1986	5,7	0,5	8,6

Fuente: Banco de España, *Informe anual*, y elaboración propia.

dos y menores también las tensiones inflacionistas generadas por el desequilibrio de las cuentas públicas.

Sin embargo, emitir deuda pública obliga a tener que satisfacer en el futuro intereses por la misma y, en consecuencia, a soportar en ejercicios posteriores la carga que ello representa. El gasto público futuro habrá de ser más elevado —pues incluirá los intereses de la deuda y los pagos por amortización—, y ello puede conducir a una situación explosiva en la que el déficit público genera mayor deuda y ésta, a su vez, mayores gastos públicos para atenderla y, finalmente, mayor déficit público. En ocasiones, esta posibilidad de autogeneración explosiva de déficit público que se abre cuando, para financiar los déficit, se recurre a la deuda ha sido vista como una importante virtud de tal procedimiento de financiación del déficit frente al de la financiación mediante aumento de la base monetaria, virtud que se une a la tampoco despreciable de sus menores efectos inflacionistas. La razón de ello se encuentra en que si el Estado recurre a la deuda pública para financiar el déficit, no le queda más remedio que autocontrolarse y tratar de reducirlo, porque si no la carga de la deuda pública acabará haciendo explosivo el crecimiento del gasto.

No es de extrañar, pues, que quienes analizan la mejor forma de financiar el déficit se inclinen generalmente por la emisión de deuda pública en lugar de por el aumento de la base monetaria. Sin duda, no todo crecimiento en la base monetaria conduce de modo automático y rígido a un aumento en los precios, pero resulta extremadamente peligroso recurrir para financiar el déficit a este procedimiento en una economía recalentada con importantes tensiones en los costes internos —salarios y costes financieros, especialmente— y con fuertes niveles de inflación importada, como ha sido el caso de la economía española desde la crisis del petróleo. La deuda pública, por el contrario, ofrece no sólo menores efectos inflacionistas sino, además, un elemento de autodisciplina importante al sector público, aunque pueda crear fuertes tensiones sobre los tipos de interés y afectar negativamente a la inversión privada.

4. Déficit público e innovación financiera

Relacionado con la forma de financiar el déficit público —y, especialmente, con la emisión de deuda pública— se ha planteado en ocasiones el tema de cuál ha sido el papel que la financiación del déficit ha tenido en el intenso proceso de innovación financiera que se ha producido en la economía española durante los últimos años.

Sin duda, las causas del proceso de innovación financiera han sido múltiples y complejas. Muchas de ellas han sido externas al propio sistema financiero, y se han derivado de la crisis económica y de la apertura al exterior que ha experimentado durante estos años la economía española. Otras se han derivado del proceso de cambio tecnológico que se ha producido en todos los ámbitos de la actividad productiva y que, en los últimos tiempos, ha afectado también con gran intensidad al sector servicios, donde el sistema financiero se encuadra. Por último, las actuaciones de las autoridades propiciando fuertes aumentos de los niveles de competencia, la equiparación de entidades financieras y los cambios que sucesivamente se han introducido en los instrumentos de control del sistema financiero y de las magnitudes monetarias han provocado también la aceleración del proceso de innovación financiera.

En este contexto, no cabe duda de que el déficit público también ha debido colaborar a la innovación financiera, básicamente por dos vías distintas, pero claramente interconectadas. La primera de ellas debido a que el déficit público ha estimulado la creación de nuevos instrumentos y mercados financieros: así, la aparición de los

pagarés y de las letras del Tesoro y de una gama más amplia de deuda pública ha supuesto la formación de mercados ágiles y dinámicos para esos nuevos instrumentos de financiación, con todo lo que ello ha representado de innovación en el sistema financiero. La segunda, porque al sector público el volumen del déficit y las circunstancias de la crisis le han obligado a alterar de modo sustancial la forma de colocación de sus activos entre las entidades financieras, recurriendo más a la colocación voluntaria de los mismos que a la obligatoria o compulsiva propia de etapas anteriores.

Pero el déficit público no sólo ha coadyuvado a la innovación financiera del modo directo que acaba de indicarse, sino también de un modo indirecto, pero muy efectivo, ya que los nuevos instrumentos y mercados han dado origen a la aparición de imitadores en el ámbito de las empresas, que se han apresurado a crear también nuevos instrumentos de financiación similares a los utilizados por el sector público. La consecuencia final de todo ello ha sido una sustancial alteración de los activos financieros disponibles, con el correlativo aumento del número de mercados en que se negocian, y también un evidente aumento del grado de desintermediación en todo el sistema financiero.

La conclusión, sin embargo, no puede ser en ningún caso la de que sin déficit público no se habría producido innovación financiera en España. Como ya se ha indicado, han sido muchas las causas que han originado ese proceso de innovación y, si bien el déficit público ha tenido el papel que acaba de exponerse, ni ese papel ha sido único ni quizá tampoco decisivo. Buena prueba de ello es que la innovación financiera se ha producido también en otros países —y, en ocasiones, a mayor ritmo y con más amplia extensión que en España—, países que han soportado en estos años escasos niveles de déficit público.

II. EL PAPEL DE LAS CAJAS DE AHORROS EN LA COLOCACION DE LA DEUDA PUBLICA

Señaladas ya las ventajas que la deuda pública supone en la financiación del déficit público respecto al aumento de la base monetaria, resulta necesario ahora establecer cuál es el papel de las instituciones financieras respecto a la deuda pública. Desde luego, son posibles dos formas de colocación de la deuda pública: una primera, la colocación compulsiva u obligatoria en un intermediario financiero que, además, ha de mantener esa deuda en su activo como parte de sus inversiones permanentes; otra, la colocación más o menos voluntaria en un intermediario financiero, pero permitiendo que éste coloque posteriormente la deuda entre sus clientes, sin obligación de mantenerla en su activo de modo permanente. La situación española respecto a esas posibles formas de colocación y al papel de las instituciones financieras en las mismas constituirá el objeto de los siguientes epígrafes de este trabajo.

1. Colocación obligatoria de la deuda pública: coeficientes de inversión

La colocación obligatoria de la deuda pública en un intermediario financiero es una práctica antigua en España, aunque ha tenido distintos matices a lo largo de la historia. En algunas ocasiones esa práctica se ha disfrazado, manteniéndose por las autoridades que se obligaba a la entidad de depósito a suscribir deuda pública para dotarla así de unos determinados niveles de garantía y seguridad en la inversión de los fondos captados entre el público. De hecho, sin embargo, el Estado lo que ha pretendido siempre es encontrar un mercado cautivo y fácil para colocar cuantiosas emisiones de deuda a tipos y condiciones inferiores a los de mercado, lo cual dice poco en favor de la pretensión proclamada habitualmente de salvaguardar la solvencia y seguridad de las entidades «protegidas». Los coeficientes de inversión obligatoria fueron, en su momento, la consecuencia inevitable de esa colocación compulsiva de deuda pública entre los intermediarios financieros.

Para ceñirnos al caso concreto de las cajas de ahorros —y aunque pueden encontrarse antecedentes de inversiones compulsivas en deuda pública para estas entidades incluso durante el siglo pasado—, un buen punto de partida, relativamente próximo, podría encontrarse en el decreto legislativo de 14 de marzo de 1933, por el que se aprobó el Estatuto del Ahorro. Se señalaba en la referida disposición que el 30 por 100 de las inversiones de las cajas de ahorros deberían materializarse obligatoriamente en la adquisición de fondos públicos. Este porcentaje fue drásticamente elevado hasta el 60 por 100 de los recursos ajenos de estas entidades por el decreto de 9 de marzo de 1951, y en torno a ese nivel se mantuvo a lo largo de toda la década de los años cincuenta la inversión obligatoria en deuda pública de las cajas de ahorros.

El plan de estabilización de 1959 y la disciplina que introdujo en las administraciones públicas españolas dieron origen a la aparición de superavit presupuestarios en la década siguiente de los sesenta, y ello planteó un auténtico problema a las cajas de ahorros, obligadas por las disposiciones anteriormente citadas a invertir un 60 por 100 de sus recursos ajenos en fondos públicos y con dificultades crecientes para encontrar deuda pública en que materializar sus inversiones, debido al cambio de signo de las cuentas de las administraciones públicas en esos años. Ello condujo a que en 1962 el Estado, siempre receloso de que se le escapase permanentemente un mercado cautivo al que había recurrido con harta frecuencia para la colocación de la deuda pública, abriese transitoriamente la posibilidad de que en el coeficiente indicado se pudiesen computar como fondos públicos valores emitidos por otros entes y sectores, previa «calificación» de los mismos como fondos públicos a efectos de inversiones obligatorias, calificación que se concedía por las autoridades correspondientes.

Sin embargo, ni incluso recurriendo a las emisiones «calificadas» resultaba posible en 1964 encontrar activos suficientes para cubrir los porcentajes obligatorios, y por ello se redujeron tales porcentajes hasta el 50 por 100. Pero, temeroso sin duda el Estado de lo que las cajas de ahorros pudieran hacer en el mercado libre con el 50 por 100 restante de recursos ajenos, consideró oportuno establecer un sistema de créditos «blandos», de carácter obligatorio, que debía afectar a un 30 por 100 de los recursos ajenos de las cajas de ahorros. En consecuencia, si bien el coeficiente de fondos públicos y valores calificados como tales se redujo al 50 por 100 de los recursos ajenos, el nivel total de inversiones obligatorias para estas entidades se situó a partir de 1964 en nada menos que el 80 por 100 de tales recursos.

En 1977, la nueva política económica inaugurada a raíz del primer gobierno democrático inició un cambio sustancial en todas estas regulaciones, estableciendo un programa definido de reducción paulatina de los coeficientes de inversión obligatoria y procurando, además, la equiparación gradual de las cajas de ahorros con las restantes entidades financieras en materia de coeficientes, al tiempo que se iniciaba un proceso de liberalización de tipos de interés que acabó permitiendo, algunos años más tarde, la posibilidad de pasar de las colocaciones obligatorias de deuda pública a un sistema de colaboración voluntaria de las entidades financieras en la colocación de la deuda pública entre los particulares.

La última etapa, por ahora, de este proceso la ha constituido el Real Decreto 321/1987, de 27 de febrero, dictado en desarrollo de la Ley 13/1985, de 25 de mayo. El referido Real Decreto establece un coeficiente máximo de inversión obligatoria del 1 por 100 de los recursos ajenos de las entidades de depósito, si bien deja en vigor el Real Decreto 2.254/1985, de 20 de noviembre, que establecía la obligatoriedad de materialización de un 10 por 100 de los recursos ajenos de las entidades de depósito en deuda a corto plazo emitida por el Tesoro.

La historia de los coeficientes de inversión obligatoria ha sido larga y especialmente dura para las cajas de ahorros, pues los niveles de coeficientes que estas entidades han tenido que soportar han sido generalmente más elevados que los padecidos por la banca privada. Esa historia, en todo caso, no puede darse todavía por cerrada, pues en la actualidad persisten los coeficientes de inversión obligatoria a los niveles ya indicados.

Los efectos que los coeficientes de inversión obligatoria han tenido sobre las cajas de ahorros pueden ser clasificados en dos grandes grupos: los efectos directos y los indirectos. Entre los primeros hay que citar la característica de impuesto implícito que tales coeficientes han tenido, la absorción de recursos que han representado, la fuerte discriminación a las entidades que han introducido y la importante redistribución territorial de fondos que han llevado a término. Entre sus efectos indirectos cabe destacar los costes de control que han generado y la inercia que han inducido en el comportamiento de muchos sectores productivos.

Los coeficientes de inversión obligatoria han constituido de hecho un impuesto oculto sobre las entidades que los han soportado, tributo que en la mayor parte de las ocasiones se ha repercutido sobre los clientes de pasivo o los de activo de tales entidades, pero que en otras ha sido soportado por las propias entidades de depósito. Ello se ha debido al hecho de que la deuda pública y los restantes valores en que se han materializado los coeficientes de inversión obligatoria se han situado a niveles de retribución inferiores a los de mercado y, en consecuencia, han representado un tributo encubierto para estas entidades.

Pero, sobre todo, los coeficientes de inversión obligatoria han representado una importante absorción de recursos por el Estado y por los emisores de los valores

calificados como fondos públicos, y ello ha supuesto una reducción sustancial en el papel de las cajas de ahorros respecto a sus posibles clientes libres de activo. Esa clientela libre de activo ha tenido menores oportunidades de encontrar financiación en las cajas de ahorros, dado que las inversiones de éstas tenían que dirigirse hacia las colocaciones cautivas. Ello produjo, incluso, un menor desarrollo de las capacidades para gerenciar activos en las cajas de ahorros frente a sus capacidades de captación de pasivos.

Los coeficientes de inversión obligatoria también supusieron una importante discriminación en contra de las cajas de ahorros, al mantener niveles mucho más elevados para estas entidades que para las restantes entidades de crédito. Esa situación dificultó extraordinariamente las posibilidades de competir de las cajas de ahorros y limitó, en consecuencia, su crecimiento. Buena prueba de ello es que la expansión de las cajas de ahorros ha coincidido en el tiempo con el proceso de reducción gradual de los coeficientes de inversión obligatoria.

Por otra parte, los coeficientes de inversión obligatoria supusieron una importante redistribución territorial de los recursos captados por las cajas de ahorros. Como la mayor parte de tales coeficientes servían para financiar las actividades de grandes empresas públicas o semipúblicas, con inversiones concentradas geográficamente en zonas muy concretas del país, los ahorros captados en algunas regiones fueron obligatoriamente orientados hacia otras a través de este mecanismo compulsivo de inversión.

Indirectamente, el sistema de coeficientes de inversión obligatoria provocó importantes problemas en el sector de cajas de ahorros. De una parte, los coeficientes tenían que ser cumplidos y había que comprobar periódicamente que se cumplían, lo cual supuso importantes costes de control, tanto para las entidades obligadas a los mismos como para las instituciones encargadas de vigilar su cumplimiento. De otra parte, el sistema de coeficientes conllevaba una fuerte inercia que conducía a su perpetuación, pues sus beneficiarios pretendieron en todo momento su prolongación indefinida en el tiempo, retrasando de este modo el ajuste de las condiciones de producción a los auténticos niveles de mercado.

2. Colocación voluntaria de la deuda y papel de las cajas de ahorros

La colocación de la deuda pública ha seguido en otras ocasiones —y, especialmente, en los últimos tiempos— una vía diferente a la meramente compulsiva representada por los coeficientes de inversión obligatoria. La colocación voluntaria, al contrario que la obligatoria, no prentede que la deuda quede en poder del intermediario financiero, sino que su objetivo es aprovechar las capacidades de intermediación de la entidad de crédito para que coloque la deuda pública entre sus clientes. El servicio de intermediario se retribuye mediante las correspondientes comisiones por colocación y, en ocasiones, mediante los diferenciales que en el proceso de intermediación pueda lograr la entidad de crédito. Como ya se ha indicado, éste es el camino que se está siguiendo recientemente para la colocación de deuda pública, bonos del Estado y pagarés y letras del Tesoro, a medida que los coeficientes de inversión obligatoria van reduciéndose gradualmente.

En ocasiones, la forma de colocación entre el público de estas emisiones es en firme, es decir, transmitiendo plenamente la propiedad del título al particular, y en otras, mediante «cesiones temporales», es decir, cediendo el título al cliente pero con pacto de recompra posterior. Adicionalmente, el sistema de transmisión se ha perfeccionado mediante las anotaciones en cuenta, que están agilizando extraordinariamente las cesiones, al evitar la manipulación física de los títulos y sustituirla por meras anotaciones contables.

Las cajas de ahorros están participando cada vez más activamente en la colocación voluntaria de la deuda entre el público. En el caso concreto de los pagarés del Tesoro —único activo público sobre el que existe experiencia suficiente, pues las letras del Tesoro son de muy reciente creación—, del total de los que estaban en circulación en abril de 1987 —6.140,7 miles de millones de pesetas— se encontraban en manos del público aproximadamente un 60 por 100 y, de ellos, un 70,6 por 100 —es decir, un 42 por 100 del total de los que se encontraban en circulación— estaban anotados por instituciones financieras. De este último porcentaje, un 13 por 100 aproximadamente correspondía a los anotados por cajas de ahorros, lo cual venía a representar un 6 por 100 del total de los pagarés en circulación.

Quizá este porcentaje no parezca especialmente elevado, pero hay que tener en cuenta que la clientela habitual de las cajas de ahorros no ha sido la más proclive a la aceptación de este tipo de activos financieros, ya que los pagarés del Tesoro han sido en los últimos años —y continúan siendo

CUADRO N.° 3

DEUDA NEGOCIABLE DEL SECTOR PUBLICO

	Diciembre 1985		*Mayo 1987*	
	Miles millones de ptas.	*% sobre total*	*Miles millones ptas.*	*% sobre total*
Estado	6.199,9	96,1	9.271,5	96,5
— Pagarés Tesoro	(5.100,3)	(82,3)	(6.142,5)	(66,3)
— Medio y largo	(1.099,6)	(17,7)	(3.129,0)	(33,7)
Seguridad social	0,6	—	0,6	—
Comunidades autónomas	111,7	61,7	177,3	1,8
Corporaciones locales	140,3	2,2	161,5	1,7
TOTAL	6.452,5	100,0	9.610,9	100,0

Fuente: Banco de España. *Boletín Estadístico.*

en la actualidad— el refugio habitual del dinero negro. Cabe esperar, por el contrario, que las emisiones de letras del Tesoro sean intermediadas con mayor intensidad por las cajas de ahorros.

III. EL MERCADO DE LA DEUDA PUBLICA

La reducción sustancial de los coeficientes de inversión obligatoria y el inicio hace unos años de una nueva política de colocación de la deuda entre el público a través de los distintos intermediarios financieros —pero, sobre todo, de las entidades de depósito— plantea la necesidad de analizar con un mayor detenimiento el mercado actual de deuda pública y las condiciones necesarias para un adecuado funcionamiento del mismo desde la óptica de las cajas de ahorros. Este será, en consecuencia, el objeto de esta última parte del presente trabajo.

1. Situación actual del mercado de deuda pública

Una primera cuestión que se plantea al analizar la situación de los mercados de deuda pública es conocer la cuantía de la misma y su estructura por emisores, puesto que en el ámbito de la deuda pública no sólo se encuadra la del Estado sino también la de la seguridad social, comunidades autónomas y corporaciones locales. De esa deuda, una parte sustancial es deuda negociable, mientras que una pequeña parte no es negociable y, en consecuencia, no será objeto de análisis en este apartado por no formar parte del referido mercado.

La deuda negociable del sector público mantiene actualmente unos saldos vivos cuya cuantía y composición se recogen en el cuadro n.° 3. A través de él puede comprobarse cómo la deuda del Estado representa la parte sustancial de la deuda pública, por encima del 96 por 100 de los saldos vivos actuales. También puede observarse a través del referido cuadro cómo la deuda del Estado a largo y medio plazo ha ido ganando peso en los últimos años frente a los pagarés del Tesoro, mientras que la deuda de la seguridad social no tiene prácticamente importancia y la de las comunidades autónomas y corporaciones locales representa también porcentajes pequeños de participación en el total de la deuda negociable del sector público.

Una visión más general de lo que representan las relaciones financieras del sector público con la banca privada y las cajas de ahorros se expone en el cuadro número 4, en el que se contienen, en procentajes del balance total de la banca privada y las cajas de ahorros, los activos y pasivos del sector público con el sistema financiero. Puede comprobarse a través de este cuadro cómo los pasivos del sector público han aumentado en las cajas de ahorros desde un nivel que venía a representar el 9,4 del balance total en 1980 hasta el 25 por 100 del referido balance que representaron en 1986. Es necesario advertir que, pese a los elevados niveles de coeficientes de inversión obligatoria que soportaban las cajas de ahorros en 1980, los pasivos del sector público tan sólo representaron el 9,4 por 100 del total

CUADRO N.° 4

ACTIVOS Y PASIVOS DEL SECTOR PUBLICO
(En porcentajes del balance total de bancos y cajas de ahorros)

	1980	*1982*	*1984*	*1986*
ACTIVOS FINANCIEROS				
Cajas de ahorros	3,5	5,0	4,6	4,2
Banca privada	—	1,6	2,2	2,4
PASIVOS FINANCIEROS				
Cajas de ahorros	9,4	10,2	20,9	25,0
Banca privada	7,2	7,0	14,9	21,5
ACTIVOS FINANCIEROS NETOS				
Cajas de ahorros	—5,9	—5,2	—16,3	—20,8
Banca privada	—7,2	—5,4	—12,7	—19,1

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España y elaboración propia.

del balance de estas entidades, porque la diferencia entre el referido porcentaje y el nivel de coeficiente de inversión obligatoria en valores estaba ocupado por títulos «calificados» emitidos por empresas privadas, que se beneficiaban de ese circuito privilegiado de financiación.

La tendencia de los pasivos financieros del sector público colocados en las entidades de depósito a partir de 1980 ha sido claramente creciente. Aunque se han ido reduciendo en ese período los coeficientes de inversión obligatoria, el sector público ha ido ocupando totalmente, al mismo tiempo, el espacio que proporcionaban tales coeficientes. Paralelamente a este proceso, los activos financieros del sector público contra las entidades de depósito —es decir, los pasivos que las entidades de depósito han captado en el sector público— se han ido reduciendo en estos años, especialmente a partir de 1984. La consecuencia ha sido que los activos financieros netos del sector público en las entidades de crédito —y, más concretamente, en la banca privada y en las cajas de ahorros— han presentado signo negativo en todo el período y han crecido fuertemente en importancia a partir de 1982.

En el cuadro n.° 5 se ofrecen idénticos porcentajes que en el cuadro anterior, pero referidos a los activos y pasivos de las administraciones territoriales. Puede comprobarse a través de dicho cuadro cómo el papel creciente de las administraciones territoriales en la generación del déficit pú-

CUADRO N.° 5

ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LAS ADMINISTRACIONES TERRITORIALES
(En porcentajes del balance total de bancos y cajas de ahorros)

	1980	*1982*	*1984*	*1986*
ACTIVOS FINANCIEROS				
Cajas de ahorros	1,7	2,2	2,6	2,6
Banca privada	—	0,4	0,7	0,7
PASIVOS FINANCIEROS				
Cajas de ahorros	1,4	3,3	3,3	3,4
Banca privada	—	0,1	0,3	0,6
ACTIVOS FINANCIEROS NETOS				
Cajas de ahorros	0,3	—1,1	—0,7	—0,8
Banca privada	—	0,3	0,4	+0,1

Fuente: Rafael Alvarez Blanco «Endeudamiento del Sector Público en España». *Boletín Estadístico* del Banco de España y elaboración propia.

blico ha tenido también su necesaria contrapartida en los activos y pasivos financieros que las cajas de ahorros y la banca privada han mantenido frente a tales administraciones.

2. Tendencias actuales del mercado de deuda pública

Las tendencias actuales del mercado de deuda pública vienen configuradas por tres hechos que están afectando profundamente a su funcionamiento: en primer término, la pérdida de posición de los pagarés del Tesoro en el conjunto de la deuda pública; en segundo lugar, la aparición de nuevas formas de deuda pública y, finalmente, la puesta en marcha del sistema de anotaciones en cuenta.

La pérdida de posición de los pagarés del Tesoro puede observarse en los datos del cuadro número 3. A través del mismo cabe comprobar cómo los pagarés del Tesoro, en un corto espacio de tiempo —escasamente año y medio— han pasado de representar un 82,3 por 100 de los saldos vivos de la deuda del Estado a representar tan sólo un 66,3 por 100 de los referidos saldos. Esa pérdida de posición tiene su raíz en el acortamiento de la rentabilidad que tales pagarés han venido ofreciendo durante el último año y que se deriva de su especial cualificación tributaria.

Como es bien conocido, los pagarés del Tesoro han constituido el refugio principal o más importante del denominado «dinero negro», es decir, el dinero que, por diferentes motivos, ha venido escapando a la imposición de carácter fiscal. Pues bien, el Tesoro inició a partir de 1985 una política de reducción de la rentabilidad de estos activos, aprovechando que su demanda podía estar garantizada por el atractivo de la opacidad fiscal. Sin embargo, la reacción del mercado ha sido muy clara respecto a la demanda de pagarés: posiblemente la existencia de otros activos alternativos, sólo relativamente opacos desde el punto de vista fiscal pero con más alta rentabilidad, ha acortado sensiblemente la demanda de pagarés del Tesoro, y de ahí que los pagarés hayan perdido rápidamente importancia dentro de la deuda negociable del sector público.

Desde luego, en esa pérdida de importancia también ha tenido una participación notable la aparición de diversas emisiones de nuevos títulos de la deuda pública. Los bonos del Tesoro —y, sobre todo, la aparición de las letras del Tesoro— han supuesto, sin duda, una diversificación importante en la oferta de activos financieros por parte del sector público, diversificación que ha coadyuvado a la pérdida de posición de los pagarés del Tesoro.

Por último, el establecimiento del sistema de anotaciones en cuenta como medio de transmisión de los distintos títulos de la deuda pública —que ya se venía aplicando, aunque sin regulación suficiente, en algunas transmisiones de pagarés del Tesoro— es otro condicionante de importancia en las tendencias que pueden observarse en el mercado de la deuda pública. La formalización y reglamentación del sistema de anotaciones en cuenta en el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, y en la Orden de 19 de mayo de 1987 ha introducido un sistema de agentes para la colocación entre el público de esta deuda, dividido por ahora en dos grandes categorías: los titulares de cuentas, que pueden actuar mediante anotaciones para su propia cartera, y las entidades gestoras, que no sólo pueden anotar deuda para su propia cartera sino que, además, pueden anotar deuda por cuenta de terceros.

Aunque el sistema es posible que se encuentre todavía incompleto, al no haberse regulado aún la figura de los creadores de mercado y de los denominados «*brokers* ciegos», no cabe duda de que las anotaciones en cuenta y la aparición de las letras del Tesoro constituyen novedades de gran trascendencia que hacen suponer un mercado cada día más activo de deuda pública. Quizá en un plazo no excesivamente largo ese mercado permita financiar en su totalidad el déficit público —esperemos que más reducido que el actual— sin necesidad de recurrir a las colocaciones obligatorias de deuda pública en las entidades de depósito mediante el sistema de coeficientes de inversión.

3. Condiciones necesarias para la expansión del mercado de deuda pública

El objetivo que acaba de describirse —la posibilidad de que en el futuro el déficit público pueda financiarse en su totalidad a través de un mercado libre de deuda pública— obliga, sin duda, a persistir y perfeccionar la política de emisiones iniciada en los últimos tiempos y a mejorar el sistema de transmisión de las mismas.

En cuanto a la política de emisiones, es evidente que mantener y ampliar un mercado de deuda pública obliga a altos niveles de continuidad y transparencia en la política de emisiones. Esa continuidad y transparencia podría lo-

grarse no sólo estableciendo los límites anuales en los presupuestos generales del Estado sino, además, fijando a principios de cada año el calendario de emisiones según productos. A ello habría que añadir la necesaria estabilidad en la política de comisiones que se cedan a los intermediarios financieros titulares de anotaciones en cuenta —y, sobre todo, gestores de anotaciones en cuenta— y el eliminar las ventajas fiscales que pueda poseer la deuda pública, pues tales ventajas alteran el precio de emisión y, sobre todo, dificultan la creación de un auténtico mercado secundario. El perfeccionamiento del sistema de subastas y la introducción de limitaciones a la opción de amortizaciones de títulos de deuda que actualmente posee el Tesoro añadirían grados importantes de la continuidad y, sobre todo, de la transparencia necesarias para el desarrollo de un mercado amplio de deuda pública.

El otro bloque de actuaciones que deberían emprenderse para el adecuado funcionamiento de las anotaciones en cuenta quizá obligue a desarrollar las líneas ya trazadas respecto a entidades creadoras de mercado y a la actuación de la autoridad monetaria en tales mercados, que deberían cotizar permanentemente contrapartida para la deuda pública.

Si a ello se añadiese la implantación de instrumentos suficientes de cobertura para hacer frente a los inevitables riesgos de gestión —tales como un amplio mercado de opciones y de futuros— y una regulación contable que permitiese reflejar adecuadamente los efectos de las variaciones de los tipos de interés sobre las posiciones de cartera, es evidente que el mercado de deuda pública podría alcanzar, en un plazo corto, el objetivo de permitir una financiación adecuada al déficit público sin necesidad de recurrir a los coeficientes de inversión obligatoria.

IV. CONCLUSIONES

Como he tratado de exponer a lo largo de este trabajo, la posición de las cajas de ahorros frente a la deuda pública, reiteradamente manifestada a lo largo de las conclusiones que se han ido aprobando en sus sucesivas asambleas generales, viene definida por tres principios básicos:

- El rechazo del déficit público cuando éste no es inexcusable para impulsar la demanda global y, en todo caso, el rechazo de la financiación de tal déficit mediante la colocación obligatoria de deuda pública a través de coeficientes de inversión. Este principio se complementa con la idea de que la desaparición del déficit debería pasar por una reestructuración en profundidad del gasto público que permitiese desacelerar su crecimiento.

- La clara voluntad de colaboración con las autoridades —y, muy especialmente, a niveles locales— para la colocación de la deuda pública entre los clientes de las cajas, aprovechando las ventajas que ofrece su amplia red de sucursales, la posibilidad de alcanzar extensas capas de la población y el alto nivel de profesionalidad alcanzado por sus empleados.

- El cuidado a las condiciones de emisión de la deuda, evitando tentaciones dirigistas por parte de las autoridades emisoras, para respetar las condiciones de un mercado libre.

Si estos tres principios se mantienen como objetivos de la política de deuda pública y, al mismo tiempo, el mercado de estos activos se perfecciona mediante las medidas que ya se han expuesto, es seguro que el déficit público, cuando sea deseable su aparición debido a circunstancias puramente coyunturales de la economía española, podrá financiarse sin graves problemas mediante la colocación voluntaria de la deuda pública en mercados completamente libres y transparentes.

DEUDA PUBLICA, DESINTERMEDIACION E INNOVACION FINANCIERA

Carlos CONTRERAS GOMEZ (*)

1. INTRODUCCION

LA controversia sobre la capacidad de la política fiscal para estimular el nivel de renta, y el análisis de los diferentes resultados macroeconómicos del déficit público cuando éste se financia con impuestos, con dinero o con deuda, ha centrado esencialmente la reciente investigación sobre los efectos económicos del déficit público.

La atención prestada a los efectos derivados de la necesidad de financiación del déficit público sobre el comportamiento del sistema financiero, en tanto que una parte del sector privado de la economía, o bien como cadena de trasmisión de posibles efectos *crowding-out* sobre el resto del sector privado, ha sido comparativamente más escasa. No obstante, existe coincidencia en que la dimensión y los mecanismos de financiación del déficit presentan efectos de muy diversa índole sobre los mercados financieros. Efectos sobre la naturaleza y el nivel de actividad, sobre el saldo y la composición de las cuentas de resultados y sobre el grado de solvencia de los diferentes agentes del sistema financiero.

La literatura sobre los efectos de la financiación del déficit en el caso español se ha centrado preferentemente en el estudio de su influencia sobre las variables macroeconómicas (1), siendo comparativamente más escasos los trabajos sobre sus efectos en el sector financiero (2). Circunstancia que contrasta, en cierto modo, con el interés que el tema parece despertar en los círculos financieros.

El presente trabajo aborda los efectos que la financiación del déficit del sector público en España en los últimos años ha transmitido sobre los procesos de innovación y desintermediación financiera. En el segundo apartado se comenta la posible influencia del déficit sobre la actividad del sector instituciones financieras al incidir en el volumen de flujos financieros de la economía. Los apartados tercero, cuarto y quinto ofrecen algunos comentarios, referidos al caso español, sobre la influencia de los mecanismos de financiación del déficit en el proceso de innovación financiera, sobre la naturaleza del negocio bancario y sobre el proceso de desintermediación respectivamente. El último apartado está dedicado a destacar algunas conclusiones.

2. FINANCIACION DEL DEFICIT PUBLICO, FLUJOS FINANCIEROS Y NIVEL DE ACTIVIDAD DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

Una primera vía por la que el déficit público puede afectar al nivel de actividad de los agentes del sistema financiero es a través de su influencia en el proceso de generación de flujos financieros en la economía.

Consideremos una economía abierta compuesta por los sectores familias y empresas (3), sector público (4), sector instituciones financieras (5) y sector exterior, cuyas funciones son las tradicionalmente asignadas.

Para cada sector, el nivel de renta generada menos el consumo es igual al ahorro. La diferencia entre el ahorro (o desahorro) y la inversión realizada es su capacidad (+) o necesidad (—) de financiación, y, desde otro punto de vista, ésta será igual a la diferencia en la variación neta de activos y pasivos financieros. De forma que el nivel generado de ahorro más el endeudamiento (o variación neta de pasivos financieros) será igual a la inversión realizada más la financiación concedida (o variación neta de activos financieros).

En el caso de las instituciones financieras, el volumen de variación de activos y pasivos financieros es comparativamente mayor que en el resto de los sectores, precisamente porque su misión consiste en canalizar recursos entre sectores excedentarios y deficitarios. La obtención de financiación de estas instituciones se materializa en un incremento de sus pasivos financieros, y su actividad de colocación en una variación neta de activos financieros, correspondiendo estos flujos consolidados respectivamente a variación de activos y pasivos del resto de los sectores. No obstante, no todo lo que cada sector presta o toma prestado se destina o procede de las instituciones financieras, puesto que son posibles flujos entre los sectores familias y empresas, sector público y sector exterior. Así, las empresas y el sector público, en su tarea de obtención de recursos, pueden recurrir para financiarse alternativamente a las familias, a otras empresas, al sector exterior y a las

CUADRO N.° 1

ESTRUCTURA DE LA DEUDA PUBLICA A CORTO PLAZO SEGUN MECANISMO DE COLOCACION
(En porcentaje)

	1984	1985	1986
En poder del Banco de España	12,2	8,8	7,2
Coeficiente de pagarés del tesoro (instituciones financieras)	55,1	35,9	32,8
Deuda a corto plazo fuera de coeficiente	32,7	55,3	60,0
en instituciones financieras	15,1	13,7	1,6
en manos del público (*)	17,6	41,6	58,4
Total deuda a corto plazo	100,0	100,0	100,0

(*) Incluidos saldos de cesión temporal de pagarés del Tesoro al público por el sistema crediticio.
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

instituciones financieras. Y, en consecuencia, sus decisiones afectan al nivel de actividad de estas últimas.

Para cada entidad del sector instituciones financieras la variación de pasivos de un período constituye un indicador del nivel de actividad reflejada en balance, y en un momento del tiempo el *stock* de pasivos financieros es interpretado habitualmente como un *ratio* de dimensión dentro del sector (6).

Un incremento en el saldo deficitario del sector público puede presentar un efecto directo positivo sobre la demanda de activos financieros de las instituciones financieras, si se recurre a éstas para financiarlo; y, por otra parte, si aceptamos que el déficit público puede influir sobre la capacidad / necesidad de financiación del resto de los sectores y sobre el nivel de empleos de la economía afectando a la renta, al consumo, o al nivel de inversión, podrá consecuentemente ocasionar efectos indirectos sobre la actividad de las instituciones financieras.

En relación a los efectos del déficit sobre el volumen de los flujos financieros y sobre la demanda de activos del sector financiero por el resto de los sectores privados, no existen estudios empíricos disponibles para obtener conclusiones definitivas, aunque es posible destacar algunos hechos:

Durante el período en que se ha producido déficit en nuestro país, la posibilidad para las instituciones financieras de colocar fondos en activos monetarios del sector público posiblemente permitió a éstas mantener el ritmo de captación de recursos ajenos.

Por ejemplo, como media, durante el período 1984-86 se ha mantenido por parte de las instituciones financieras un saldo en pagarés del Tesoro superior al exigido por el coeficiente obligatorio de deuda a corto plazo (7). Así, como media, mantuvieron durante dicho período el 51 por 100 aproximadamente de los saldos de deuda pública a corto plazo, mientras que el porcentaje correspondiente a saldos retenidos por el coeficiente se situaba en torno al 41 por 100.

Al final del ejercicio 1986 la participación de la deuda a corto plazo, mantenida libremente por estas instituciones, había descendido, sin embargo, por debajo del 2 por 100 como consecuencia del proceso de reducción en la remuneración de los pagarés del Tesoro, producida especialmente a partir de 1985 (cuadro n.° 1).

Por otra parte, durante el período 1980-86, las instituciones financieras mantuvieron como media el 86 por 100 aproximadamente de los saldos vivos de deuda pública, y al finalizar el ejercicio 1986 absorbían más del 85 por 100 de los saldos vivos de deuda pública —algo más del 62 por 100 si descontamos la cesión temporal de activos públicos del sistema crediticio a familias y empresas. (cuadro n.° 2).

Al finalizar el ejercicio 1986 las instituciones financieras (excluyendo el Banco de España) estaban financiando más del 65 por 100 del *stock* total de pasivos financieros del sector público. Y pasaron de financiar como media, en el período 1980-83, el 43 por 100 a hacerlo en un 61 por 100 en el período 1984-86 (cuadro n.° 3).

CUADRO N.° 2

PARTICIPACION DE LA DEUDA PUBLICA EN PODER DE INSTITUCIONES FINANCIERAS (*)
(En porcentaje)

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
90,0	86,6	83,5	79,1	89,8	87,5	85,3

(*) Sin descontar la cesión temporal de deuda a corto y medio y largo plazo
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

CUADRO N.° 3

PARTICIPACION DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR PUBLICO EN PODER DE INSTITUCIONES FINANCIERAS (EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA) (*)
(En porcentaje)

1980	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
53,0	45,4	39,7	34,1	58,3	59,5	65,4

(*) Sin descontar la cesión temporal de deuda a corto y medio y largo plazo de activos públicos a familias y empresas.
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

CUADRO N.° 4

ACTIVOS FINANCIEROS DE INSTITUCIONES FINANCIERAS (EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA) FRENTE AL SECTOR PUBLICO (en términos porcentuales de PIB)

	1980	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
Sistema bancario	7,2	7,7	8,6	9,5	21,5	24,9	28,5
Resto instituciones financieras	2,6	2,6	2,5	2,2	2,5	2,8	2,9
Total	9,8	10,3	11,1	11,7	24,0	27,7	31,4

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

En términos del PIB, los activos de instituciones financieras frente al sector público pasaron del 10 al 31 por 100, aproximadamente, entre 1980 y 1986, lo que ofrece una idea de la importancia del recurso al sistema financiero en la financiación del déficit público en nuestro país en estos últimos años (cuadro n.° 4).

En este sentido, se ha argumentado que el déficit público puede haber ejercido efectos compensadores sobre el nivel de actividad del sistema bancario, ante fases de atonía privada en la demanda de activos financieros de este sector.

Valorar este argumento requeriría, sin embargo, conocer los efectos que el déficit haya podido significar en la debilidad de la demanda privada de activos bancarios. No existe evidencia empírica al respecto, aunque los resultados para la economía española tienden a atribuir al déficit efectos en general negativos sobre el nivel de actividad y sobre la demanda de inversión.

Finalmente, en la última fase del período, un factor explicativo de esta atonía privada en la demanda de activos financieros del sistema bancario se debe al incremento en el excedente empresarial, que ha propiciado la autofinanciación.

3. DEUDA PUBLICA Y PROCESO DE INNOVACION

La intensidad con que el sector público ha recurrido para financiarse a la emisión de activos del mercado monetario a partir de 1982, y a la deuda a medio y largo plazo a partir de 1986, ha presentado, con seguridad, incidencia notable en el funcionamiento del sistema financiero español.

Es difícil, sin embargo, aislar su influencia en el proceso de innovación financiera porque son numerosos los factores que en éste intervienen, presentando interrelaciones importantes, y porque además el déficit público, en sí mismo, presenta efectos contrapuestos sobre este fenómeno.

Por una parte, la necesidad de financiación del déficit condujo a la diversificación de títulos de deuda, lo que estimuló a su vez el desarrollo de instrumentos privados; por otro lado, sin embargo, supuso un freno en el proceso de liberalización; y además la necesidad de colocar pasivos públicos condujo, al menos temporalmente, a la expulsión de instrumentos financieros privados.

Entre los argumentos tradicionalmente citados como causas de innovación financiera destacan:

- El proceso de adaptación de innovaciones producidas en otros mercados.

- La coexistencia de segmentos regulados y libres dentro del mercado financiero, de acuerdo a la «hipótesis de restricción inductora», en el sentido de que las prácticas restrictivas estimulan las innovaciones como forma de escapar a la regulación. Si bien, este tipo de innovación puede ser de carácter tan efímero como rápida la reacción de las autoridades financieras en subsanar las lagunas legales.

- La volatilidad y mayor impredecibilidad de los tipos de interés, tasas de inflación y tipos de cambio, que generan mecanismos financieros de protección contra los riesgos asociados a la incertidumbre, proceso que se traduce en

una elevación de la preferencia del público por la liquidez, un acortamiento de los plazos de las operaciones financieras, la proliferación de operaciones referenciadas con algún índice y la generalización de instrumentos de cobertura.

- El desarrollo de innovaciones tecnológicas en los sistemas de pagos y en los procesos de transmisión y tratamiento de información.
- El incremento general del grado de competencia dentro del sistema financiero, al amparo del proceso de desregulación, y, entre otros,
- Un creciente proceso de internacionalización e integración de mercados financieros a nivel mundial.

Dentro del mercado financiero español cabría destacar, como factores especialmente relevantes en el fenómeno de la innovación, la persistencia de ritmos de inflación elevados y variables, la incidencia de los esquemas impositivos, la coexistencia de segmentos regulados y libres dentro del sistema y la necesidad de financiación del déficit público (8). Esta última causa no es, sin embargo, neutral respecto de las anteriores, y conviene valorar su posible influencia en cada caso.

Por un lado, la necesidad de financiación de un déficit creciente, sin perder de vista la instrumentación de la política monetaria, ha incidido de forma directa en el proceso de innovación en un triple sentido: contribuyendo al desarrollo de nuevos instrumentos, con aportaciones en el desarrollo y perfeccionamiento del mercado monetario, e impulsando el desarrollo de nuevos intermediarios.

En el primer aspecto, es innegable el protagonismo de la figura del pagaré del Tesoro, activo de financiación del déficit utilizado, hasta la aparición de las letras del Tesoro en el proceso de regulación monetaria, en el desarrollo y consolidación del mercado monetario en España. Ha aportado este instrumento el sistema de subasta, las anotaciones en cuenta a través de un servicio telefónico, cuya gestión se ha encomendado al banco emisor, y la transmisión sin fedatario público.

De cara al futuro, el mercado de deuda pública en anotaciones contables (9) va a suponer un avance importante en el proceso de sustitución del título-valor, al aplicar el sistema de anotaciones en cuenta, establecido inicialmente para la deuda a corto plazo, a la deuda pública a medio y largo plazo y con rendimiento explícito, lo que va a contribuir a una mayor integración entre los mercados monetarios y de capitales.

En este sentido, existe cierta coincidencia en que el proceso de sofisticación de los mercados financieros en nuestro país ha estado, de hecho, estrechamente vinculado al establecimiento del sistema de anotaciones contables, que facilitan la gestión de activos y mejoran la eficiencia en los servicios de ejecución, compensación y liquidación del mercado monetario.

Desde la perspectiva de su contribución en el *desarrollo de nuevos instrumentos*, la aparición del pagaré del Tesoro ha inducido la generación de activos monetarios privados a su «imagen y semejanza», utilizando las prácticas financieras introducidas por el sector público y las ventajas de dichos instrumentos como consecuencia de las lagunas legales en materia fiscal o de coeficientes.

Así, el mercado de pagarés de empresa, instrumento réplica del *commercial paper* introducido en nuestro país por la banca extranjera, hubiera tenido un establecimiento más difícil de no haber contado con un mercado previo de activos monetarios y con un conjunto de intermediarios como el que se había desarrollado en torno a los pagarés del Tesoro. Y del mismo modo, el mercado de pagarés de empresa sirvió de presentación a la figura del pagaré bancario. De esta forma, las instituciones financieras, las empresas no financieras y el sector público compiten entre sí por la captación de recursos.

Por otra parte, el pagaré del Tesoro ha significado la conclusión efectiva del proceso de liberalización de los tipos de interés a corto plazo, antes de su liberalización formal (10). Con apoyo en esta figura se han diseñado estrategias de gestión de tesorería por parte de las empresas, y las instituciones bancarias han ofrecido a los particulares «cuentas

CUADRO N.º 5

SISTEMA BANCARIO, PARTICIPACION DEL SALDO DE ACREEDORES POR OPERACIONES DE SEGURO SOBRE TOTAL PASIVOS
(En porcentaje)

1980	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	1,8

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

CUADRO N.° 6

PARTICIPACION DE LOS FONDOS PUBLICOS SOBRE EL ACTIVO TOTAL DE FONDOS DE INVERSION MOBILIARIA (*)
(En porcentaje)

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
16,5	15,5	25,7	41,8	59,6	54,0	53,6

(*) Valor a coste de adquisición.
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

de activos financieros», con cobertura esencialmente de este activo financiero emitido por el sector público.

Del mismo modo, el resquicio legal respecto de la información fiscal de determinadas operaciones financieras estimuló la demanda de seguros con prima única y vencimiento a más de cinco años —que se convirtieron en refugio de dinero negro después de la Ley 14/85 (11). Y de igual modo se desarrollaron diferentes modalidades bancarias de planes de jubilación y otros seguros. Estas operaciones presentan también como cobertura títulos emitidos por el sector público (cuadro n.° 5).

Por otra parte, las expectativas de puesta en funcionamiento del nuevo mercado de deuda pública a medio y largo plazo en anotaciones en cuenta estimularon de forma notable, incluso antes de su regulación, las operaciones de cesión temporal de deuda.

En otro orden de cosas, la existencia de un mercado suficientemente amplio de activos financieros a medio y largo plazo, de elevada liquidez y sin riesgo emisor, como el que persigue el nuevo mercado de deuda del Estado en anotaciones en cuenta, constituye una base necesaria para el desarrollo de mercados de futuros financieros, instrumentos de cobertura que nuestro mercado precisa. Y finalmente, la regulación de este mercado introduce la figura embrionaria de las opciones, con el establecimiento de operaciones con pacto de recompra a la vista.

Desde el punto de vista del *impulso institucional*, el pagaré del Tesoro ha sido decisivo en la aparición de sociedades mediadoras del mercado de dinero (SMMDs) y en el desarrollo de *brokers* del mercado monetario.

Del mismo modo, y por lo que respecta a las instituciones de inversión colectiva, ha contribuido la figura del pagaré del Tesoro a la expansión de los fondos de dinero bajo la forma de fondos de inversión mobiliaria —y más recientemente bajo la forma de fondos de inversión en activos del mercado monetario. Así, una parte significativa de los FIMs han sido realmente fondos de dinero y han tenido materializado su patrimonio mayoritariamente en pagarés del Tesoro, al menos en tanto la remuneración de este instrumento ha sido atractiva.

En otro orden de cosas, especialmente a partir de 1986, algunos fondos de inversión sirvieron de instrumento provisional para la oferta de planes de jubilación, ante la inminente regulación de los fondos de pensiones. En estos casos, las carteras de estas instituciones de inversión colectiva estuvieron también invertidas en fondos públicos en buena parte. Como consecuencia, aproximadamente el 56 por 100 de los activos de estas instituciones estuvieron materializados en fondos públicos durante el período 1984-86 (cuadro número 6).

Finalmente, dentro de la contribución institucional al mercado inducida por la necesidad de financiación del déficit, la organización del mercado de deuda pública en anotaciones en cuenta —todavía en fase de desarrollo— se apoya esencialmente en la figura del *dealer* de deuda —sociedad gestora de anotaciones que actúa como creadora de mercado—, y en la del «*broker* ciego» o mediador entre negociantes de deuda; en ambos casos figuras nuevas en nuestro panorama financiero.

Estos son algunos de los efectos más o menos directos que el déficit público ha podido presentar sobre el fenómeno de la innovación en el mercado financiero español; sin embargo, ha incidido también de forma indirecta por otras vías.

Por una parte, la necesidad de financiación del déficit ha frenado el proceso de liberalización financiera en nuestro país, retrasando el calendario de reducción de coeficientes de inversión obligatoria, estableciendo otros nuevos —de deuda a corto—, y retrasando también la desregulación de los tipos de interés.

Por otra parte, si la incertidumbre acerca de las tasas de inflación y la volatilidad de los tipos de interés han contribuido positivamente al desarrollo de innovaciones en el terreno financiero, el déficit público no ha sido ajeno a aquellas circunstancias, toda vez que la necesidad de financiación del sector público aumenta las dificultades para mantener la disciplina monetaria.

Desde otra perspectiva, si la co-

existencia de segmentos regulados y libres dentro del mercado y las modificaciones en los esquemas impositivos generan un determinado tipo de innovación —innovación de alto riesgo por el elevado ritmo de obsolescencia de los productos—, tampoco el déficit ha sido neutral respecto de los mencionados factores.

Desde el punto de vista de la política monetaria, las autoridades se vieron compelidas a incrementar de forma sucesiva el nivel del coeficiente de caja y su base de cómputo, al objeto de compensar los efectos expansivos del sector público sobre la liquidez. En este sentido, la elevación en el coeficiente estimula el proceso de innovación de instrumentos, al hacer más atractiva la creación de pasivos no sometidos a coeficientes por parte de las instituciones financieras. Así, las entidades sujetas al coeficiente se han financiado, en tanto ha sido posible, con pasivos no sometidos al mismo.

Finalmente, la necesidad de incrementar los ingresos fiscales del sector público, así como de colocar con facilidad pasivos financieros de este sector, requirió la modificación sucesiva de los esquemas impositivos, intentando cerrar posibilidades de ocultación fiscal. Tal circunstancia se tradujo en que, a pesar del impulso público al proceso privado de innovación en instrumentos, ya señalado, la competencia entre activos financieros públicos y privados ha tendido a desplazar estos últimos. Así, las autoridades financieras han ofrecido un tratamiento fiscalmente diferente a los activos públicos utilizados en la financiación del déficit que a los pasivos emitidos por el sector privado, restando atractivo a los nuevos instrumentos financieros de este último sector. En este sentido, en la Ley 14/85, de régimen fiscal de determinados activos financieros, los activos privados quedaban sometidos a la retención fiscal general y a la obligación de información a la Administración tributaria, o bien a un régimen de opacidad fiscal penalizado por una retención en origen del 45 por 100; en tanto los pagarés del Tesoro mantenían una posición privilegiada de opacidad fiscal sin retención.

La prima fiscal y la opacidad aseguraron inicialmente una fuerte demanda de activos públicos destinados a financiación del déficit, al tiempo que debilitaron extraordinariamente al mercado privado de pagarés bancarios, y especialmente de pagarés de empresa. Tanto la imposición de un coeficiente obligatorio de deuda a corto para las entidades de depósito como el diferente tratamiento fiscal contenido en la Ley 14/85 perseguían, entre otros objetivos, intentar una reducción simultánea del coste de regulación monetaria y de financiación a corto del déficit público, y se produjo, de hecho, un acelerado descenso de los tipos de remuneración de los PTs. Como consecuencia, determinados activos privados recuperaron durante 1986 su atractivo, reduciéndose así el proceso de expulsión de instrumentos cuasilíquidos privados. El cuadro n.° 7 recoge la evolución comparada de estos instrumentos alternativos en el mercado monetario.

CUADRO N.° 7

PARTICIPACION RELATIVA POR INSTRUMENTOS SOBRE EMISIONES NETAS DEL MERCADO MONETARIO
(En porcentaje)

	1982	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
Pagarés del Tesoro	10,1	53,1	234,4	84,5	57,2
Pagarés de empresa	1,7	3,6	31,7	0,4	20,2
Total (*)	100	100	100	100	100

(*) Incluye además bonos de caja, bonos de tesorería, obligaciones subordinadas y títulos hipotecarios.

4. EFECTOS SOBRE LA NATURALEZA DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

La reacción de las instituciones financieras, y más concretamente del sistema bancario, ante el proceso de innovación ha significado cambios importantes en la naturaleza de la actividad de este sector.

Desde la perspectiva de la actividad de captación de recursos, por ejemplo, el sector bancario ha preferido competir con los «pasivos no intermediados», aceptando reducciones en su margen de intermediación antes que observar reducciones superiores en su volumen de actividad. Así, se ha financiado este sector progresivamente con recurso a la emisión de títulos negociables —bonos de caja, bonos de tesorería, títulos hipotecarios—, mediante operaciones de cesión temporal de activos y operaciones de seguros, así como a través de nuevas modalidades de depósitos a plazo —efectos de propia financiación, pagarés bancarios, etcétera.

Como consecuencia, estos «nuevos mecanismos de captación

CUADRO N.° 8

PARTICIPACION DE "NUEVOS MECANISMOS DE FINANCIACION" SOBRE LOS PASIVOS DEL SISTEMA BANCARIO
(En porcentaje)

	1980	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
Determinados depósitos a plazo (*)	7,2	6,6	7,9	10,3	13,8	10,7	7,0
Otros pasivos líquidos (**)	1,7	1,7	2,5	3,3	4,9	8,9	13,4
Total	8,9	8,3	10,4	13,6	18,7	19,6	20,4

(*) Certificados de depósito, efectos de propia financiación y pagarés bancarios.
(**) Bonos de caja, bonos de tesorería, títulos hipotecarios, y operaciones de seguro y cesiones temporales de activos.
Fuente: Banco de España y elaboración propia

de recursos» han pasado de suponer un 9 por 100 aproximadamente del total de pasivos del sistema bancario a representar en 1986 más de un 20 por 100 (cuadro n.° 8).

Asimismo, este sector ha reaccionado ampliando su marco de actividad a la prestación de servicios de aseguramiento y colocación de pasivos financieros emitidos por empresas y sector público; circunstancia que se ha traducido en un incremento de la importancia relativa de los ingresos por comisiones y por intermediación dentro de la cuenta de resultados.

5. FINANCIACION DEL DEFICIT PUBLICO Y PROCESO DE DESINTERMEDIACION

El sistema financiero español ha mostrado tradicionalmente un elevado peso de la intermediación del sector bancario en el total de flujos financieros de la economía y, consiguientemente, una escasa participación de los mercados de instrumentos negociables.

En los últimos años, sin embargo, el recurso del sector público y de las empresas no financieras a la emisión de títulos se ha elevado de forma importante. Así, la participación de la emisión de títulos por parte de estos dos sectores, en términos de variación de pasivos financieros para el total de la economía, ha pasado del 8 al 38 por 100 aproximadamente entre 1980 y 1986. El avance más importante, en este sentido, ha correspondido al sector público, que pasó de absorber por la vía de las emisiones el 3 por 100, aproximadamente, de la variación de pasivos globales en 1980 a hacerlo en un 26 por 100 en 1986. El avance correspondiente a las empresas no financieras ha sido comparativamente menor (cuadros números 9 y 10).

Si consideramos el destino de los flujos, los pasivos interiores «no intermediados» —pasivos del sector público y de las empresas no financieras frente a familias y empresas— no puede decirse que, en términos de PIB, hayan alcan-

CUADRO N.° 9

PARTICIPACION DE LAS EMISIONES DE TITULOS DEL SECTOR PUBLICO Y DE EMPRESAS NO FINANCIERAS EN LOS PASIVOS FINANCIEROS TOTALES DE LA ECONOMIA
(En porcentaje)

Por instrumentos	*1980*	*1986*
Mercado monetario	0,5	10,1
Renta fija (*)	5,1	20,5
Renta variable	2,8	7,4
Total	8,4	38,0

(*) Renta fija negociable y no negociable.
Fuente: Banco de España y elaboración propia

CUADRO N.° 10

PARTICIPACION DE LAS EMISIONES DE TITULOS DEL SECTOR PUBLICO Y DE EMPRESAS NO FINANCIERAS EN LOS PASIVOS FINANCIEROS TOTALES DE LA ECONOMIA
(En porcentaje)

Por sectores emisores	*1980*	*1986*
Sector público	3,5	26,0
Empresas no financieras	4,9	12,0
Total	8,4	38,0

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

CUADRO N.° 11

PASIVOS INTERIORES «NO INTERMEDIADOS» (en términos de PIB)
(En porcentaje)

	1980	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
Pasivos del sector público (1)	1,1	1,5	2,0	3,7	3,1	4,3	5,4
Pasivos de las empresas no financieras (1) (2).	1,0	1,4	2,2	2,1	3,4	3,9	6,4
Total	2,1	2,9	4,2	5,8	6,5	8,2	11,8

(1) Activos de empresas y familias.
(2) No se conoce el *stock* en circulación de acciones emitidas por empresas no financieras en poder de familias y empresas, y en consecuencia no está incluido.
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

zado cifras muy elevadas, aunque el ritmo de su participación se ha elevado también de forma notable, pasando del 2 al 12 por 100 aproximadamente entre 1980 y 1986. En concreto, ha correspondido al sector público una evolución del 1,1 al 5,4 por 100. Cabe concluir, pues, que el proceso de desintermediación financiera en la economía española ha alcanzado niveles relativamente modestos, debiendo destacarse, sin embargo, la participación del sector público en dicho proceso (cuadro n.° 11).

Por otra parte, debe señalarse que no ha sido éste un proceso de «desintermediación pura», toda vez que el sector bancario, aprovechando su red comercial, ha participado como protagonista en la colocación de emisiones públicas y privadas, bien intermediando como *dealer*, o bien como simple comisionista.

En cualquier caso, el mayor recurso del sector público al sector familias y empresas, como mecanismo de financiación del déficit, y por otra parte un mayor recurso de las empresas al sector familias y a otras empresas (12) ha significado una disminución relativa del nivel de actividad de captación y colocación de las instituciones financieras.

Asi, desde la perspectiva de la actividad de colocación o de inversión financiera, los efectos combinados de la desintermediación pública y privada han propiciado que el conjunto de instituciones financieras perdiera en los últimos años más de 16 puntos de participación en los pasivos financieros del sector familias y empresas. En efecto, si en 1980 más del 82 por 100 de los saldos deudores de las familias y las empresas no financieras habían sido prestados por instituciones financieras —bajo diferentes instrumentos— este porcentaje se situaba en torno al 66 por 100 en 1986 (cuadro n.° 12).

Por lo que respecta a la actividad de captación, las instituciones financieras perdieron igualmente en los últimos años más de 15 puntos de participación en los activos financieros del sector familias y empresas. Así, si en 1980 las instituciones financieras mantenían en torno al 87 por 100 de los saldos que las familias y las empresas tenían prestado, en 1986 este porcentaje se había reducido al 72 por 100 aproximadamente (cuadro n.° 13).

Conviene, sin embargo, considerar con precaución las estimaciones apuntadas sobre el proceso de desintermediación, puesto que en la información estadística utilizada se consideran como insti-

CUADRO N.° 12

PARTICIPACION DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE INSTITUCIONES FINANCIERAS (EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA) EN LOS PASIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR FAMILIAS Y EMPRESAS
(En porcentaje)

1980	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
82,5	80,5	76,3	73,8	69,9	68,3	66,2

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

CUADRO N.° 13

PARTICIPACION DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE INSTITUCIONES FINANCIERAS (EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA) EN LOS ACTIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR FAMILIAS Y EMPRESAS
(En porcentaje)

1980	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
87,1	86,3	82,0	79,9	79,4	77,2	71,6

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

tuciones financieras el sistema crediticio (instituciones financieras públicas y sistema bancario, en el que hay que incluir banca privada, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) y dentro de otras instituciones financieras a sociedades mediadoras del mercado monetario y compañías de seguros. Sin embargo, sociedades de *leasing*, sociedades de crédito hipotecario, instituciones de inversión colectiva (como fondos de inversión mobiliaria y de inversión de activos del mercado monetario o sociedades de inversión mobiliaria) y otro tipo de entidades del sector financiero están incluidas dentro del sector empresas no financieras.

En todo caso, es preciso señalar también que el sector bancario ha liderado en buena medida este movimiento, en un intento de «intermediar la desintermediación». Así, la mayoría de las sociedades de crédito hipotecario en la economía española son sociedades filiales de entidades de depósitos. Estas han sido constituidas aprovechando, en el caso de las cajas de ahorros, las diferencias en cuanto a coeficientes obligatorios y porque esta figura les permitía salvar las restricciones geográficas a que están sometidas; y en el caso de los bancos las SCHs han sido utilizadas como fórmula para poder emitir cédulas hipotecarias, instrumento de captación que ha gozado de gran aceptación, y al que no tienen acceso directo estas instituciones.

Del mismo modo, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva están en su mayoría vinculadas a entidades bancarias, y lo mismo sucede con una parte de las sociedades de *leasing*.

Diversos bancos, por su parte, han creado dentro de sus grupos financieros sociedades de intermediación, con o sin «vinculación de marca», o participan en *brokers* y *dealers* del mercado monetario, y más recientemente en las entidades mediadoras entre negociantes de deuda pública.

Ahora bien, en la última etapa este proceso de desintermediación está siendo cada vez cualitativamente menos capitalizado por el sistema crediticio; han surgido sociedades gestoras de patrimonio y de instituciones de inversión colectiva independientes, han proliferado sociedades instrumentales de agentes de cambio, y otros intermediarios no sujetos a estatutos, independientes de entidades de crédito.

6. CONCLUSIONES

La necesidad de financiación del déficit público, que en la economía española se puso de manifiesto en la última parte de la década de los setenta y se agudizó en los primeros años de los ochenta, ha incidido de forma significativa sobre los procesos de innovación y desintermediación financiera, y consecuentemente sobre la naturaleza y el nivel de la actividad de las instituciones financieras.

En ocasiones se ha argumentado que el déficit público ha ejercido efectos compensadores sobre la actividad del sector bancario en momentos de atonía privada de demanda de sus productos. La experiencia demuestra, de hecho, que las instituciones financieras han financiado libremente al sector público por encima de los requerimientos derivados de los coeficientes obligatorios; sin embargo, no existe disponibilidad suficiente de resultados cuantitativos sobre los efectos indirectos que el déficit haya podido ejercer sobre la demanda privada de activos y pasivos financieros bancarios como para concluir algo definitivo sobre los efectos netos de este factor en el nivel de actividad del sector bancario.

Por lo que respecta al proceso de innovación, el déficit público ha presentado efectos contrapuestos. La necesidad de su financiación sin perder de vista la instrumentación de la política monetaria ha contribuido, por un lado, de forma positiva al desarrollo y consolidación de los mercados monetarios, y va a facilitar la integración de los mercados monetarios y de capitales. Merecen ser destacadas las aportaciones derivadas de la intervención pública en los mercados financieros tanto desde el punto de vista de los instrumentos como de los mecanismos de ejecución, transmisión y compensación. Indirectamente, además, ha contribuido a la aparición de nuevos instrumentos financieros privados y ha impulsado determinados intermediarios e instituciones financieras.

Por otra parte, ha incidido negativamente sobre la innovación, en la medida en que ha frenado el proceso de liberalización, retrasando el calendario de reducción de coeficientes obligatorios y demorando la desregulación de los tipos de interés. Además, la necesidad de colocación de pasivos financieros públicos ha tendido a desplazar del mercado, al menos temporalmente, a instrumentos financieros privados por la vía de conceder privilegios fiscales a los activos públicos.

Indirectamente, el déficit público ha estimulado innovaciones financieras que responden a la necesidad de protección contra la incertidumbre, como resultado de sus efectos negativos sobre la disciplina en la instrumentación de la política monetaria, y por tanto

sobre la volatilidad de la inflación y los tipos de interés.

Por otra parte, ha contribuido a un determinado tipo de innovación financiera, por su influencia sobre la evolución de las restricciones legales y de los coeficientes, así como por sus efectos en los cambios producidos en los esquemas impositivos. Este tipo de innovaciones presenta un riesgo elevado para los agentes que participan en los mercados en que se negocian, como consecuencia del rápido ritmo de obsolescencia de los productos generados por estas causas, en un marco de constante revisión de la normativa legal.

Desde la perspectiva del proceso de desintermediación, el saldo de los «pasivos no intermediados» en la economía española se ha incrementado progresivamente, hasta alcanzar en 1986 una participación en torno al 12 por 100 en términos de PIB; en concreto, los saldos de este tipo correspondientes a pasivos emitidos por el sector público han multiplicado aproximadamente por cinco su participación en términos de PIB entre 1980 y 1986.

Como consecuencia del mayor recurso de los sectores empresas no financieras y sector público al sector familias y empresas —esencialmente a través de la emisión de títulos— las instituciones financieras han visto reducido el nivel relativo de su actividad de colocación y captación de recursos. Así, su participación en los activos y pasivos financieros del sector familias y empresas se ha reducido, respectivamente, en 16 y 15 puntos porcentuales entre 1980 y 1986.

NOTAS

(*) Esta versión se ha beneficiado de las sugerencias de C. Cuervo-Arango, y E. Fernández a la versión preliminar, aunque lógicamente todos los errores que puedan subsistir son de exclusiva responsabilidad del autor.

(1) Ver por ejemplo, Mauleón I. y Pérez, J. (1985), Viñals J. (1985), Raymond J. (1985) y Repullo R. (1986) entre otros.

(2) Algunos artículos de interés sobre el tema pueden ser encontrados en Valle V. (1982), Alvarez Rendueles, J.R. (1982 y 1985), Lopez Roa A. L. (1984), Tornos I. (1984), Ortega R. (1985 y 1987), Aríztegui J. (1985), Toribio J. J. (1985), y Aríztegui, J. y Fernández, E. (1987) entre otros.

(3) Las familias son unidades consumidoras y principales generadoras de ahorro y las empresas llevan a cabo los procesos privados de producción e inversión. En la información utilizada del Banco de España este sector presenta carácter residual; en él se hacen figurar como activos / pasivos los pasivos / activos de otros sectores respecto al mismo, lo que implica la consolidación de movimientos internos del sector (excepto para los flujos de títulos) y la acumulación de todas las limitaciones y errores de estimacion incurridos en la elaboración de las cuentas.

(4) El sector público tiene esencialmente la función de redistribución de renta y producción de bienes públicos. El concepto utilizado corresponde al ámbito de las administraciones públicas (Administración central, corporaciones locales y seguridad social). Una consecuencia importante de esta elección es que no se consolidan las cuentas financieras del Estado y del Banco de España —como por ejemplo se hace en Aríztegui y Fernández (1987)—, en consecuencia no quedan incluidos en el concepto de «deuda pública a corto plazo» aquellos instrumentos emitidos con fines de regulación monetaria —por ejemplo CRMs.

(5) Las instituciones financieras consideradas son las que se integran en el sistema crediticio (instituciones públicas y sistema bancario) y otras instituciones (incluyendo sociedades mediadoras del mercado monetario y compañías de seguros, y excluyendo compañías de financiación, sociedades de inversión colectiva y sociedades de créditos hipotecarios entre otras).

(6) No se considera la actividad «fuera de balance», que constituye un área de actividad bancaria de creciente importancia.

(7) En junio de 1984 se crea un coeficiente de deuda pública a corto plazo para bancos y cajas de ahorros que se fija inicialmente en el 12 por 100 de los pasivos computables en el coeficiente de caja y debe materializarse en la adquisición en firme o con pacto de recompra de pagarés del Tesoro (R.D. Ley 6/1984, R.D. 1142/1984, y Circular del Banco de España 23/1984). En febrero de 1985 este coeficiente se reduce en un punto, para situarse, desde octubre del mismo año, en el 10 por 100 (R.D. 215/1985).

(8) Algunos comentarios relativos al caso español pueden ser encontrados en el *Informe Anual del Banco de España* 1981, así como en Gutiérrez, F. (1987) y Fernández, E. y Aríztegui, J. (1987).

(9) Regulado en el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, Orden Ministerial de 19 de mayo

y circulares del Banco de España n.° 16/1987, n.° 20/1987, n.° 21/1987 y n.° 22/1987.

(10) Contenida en la Orden Ministerial de 3 de marzo de 1987.

(11) El Real Decreto 2529/1986, de 5 de diciembre, acabó con la posición privilegiada derivada de la opacidad fiscal relativa de este tipo de operaciones, al regular la declaración anual que los empresarios y profesionales deben prestar a la Administración tributaria, que incluye las operaciones con prima única.

(12) Independientemente del proceso de autofinanciación empresarial.

REFERENCIAS

ALVAREZ RENDUELES, J. R. (1982), «Consecuencias financieras del déficit», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.° 10. FIES

ALVAREZ RENDUELES, J. R. (1985), «Política monetaria y déficit público», PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA, n.° 23. FIES

ARIZTEGUI, J. (1985), «La Liberalización de los Mercados Financieros y el Déficit Público», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA n.° 23. FIES.

ARIZTEGUI, J., y FERNÁNDEZ, E. (1987), «Necesidad de financiación, operaciones financieras y coste del pasivo de Estado y del Banco de España», *Boletín Económico*, febrero 1987. Banco de España.

BANCO DE ESPAÑA. Informes Anuales.

CONTRERAS, C. (1986), «El comportamiento de las Cajas de Ahorros en un contexto de elevado déficit público», investigación financiada por la Fundación FIES.

FANJUL, O., y MARAVALL, F. (1985) «La eficiencia del sistema bancario español», Alianza Universidad.

FERNÁNDEZ, E., y ARIZTEGUI, J. (1987), «Cambios recientes en la organización y regulación de los mercados de capitales», *Boletín Económico del Banco de España*, junio 1987.

GUTIÉRREZ, F. (1987), «La innovación financiera en España», *Boletín Económico del Banco de España*, mayo 1987.

JAO, Y. C. (1985), «Theories and Policy Implications of Financial Innovatios», *Discussion Paper*, n.° 59. Department of Economics, University of Hong Kong.

LOPEZ ROA, A. L. (1984) «El déficit público y el sector financiero privado», *Hacienda Pública*, n.° 88. Instituto de Estudios Fiscales.

MAULEON, I., y PEREZ, J. (1985) «Interest Rate Determinant and Consequences for Macroeconomics Performances in Spain», *Documentos de Trabajo*, 8420 Banco de España.

ORTEGA R. (1985), «La financiación del déficit público y su incidencia sobre el sistema financiero», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.° 23, FIES.

— (1987), «La situación económica española y el sistema financiero», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre Sistema Financiero*, n.° 17, FIES.

PÉREZ, J. (1975), «Un Modelo para el Sector Financiero de la Economia». Serie Azul. Banco de España.

RAYMOND, J. (1985),«El Saldo Presupuestario Coyuntural y Estructural en España», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.° 23. FIES.

REPULLO, R. (1986), «Déficit, deuda pública e inflación: aspectos teóricos y aplicación al caso español», Servicio de Estudios Banco de España.

SILBER, W. A. (1975), «Toward a Theory of Financial Innovation», en *Financial Innovation*. *Lexington Books*.

— (1983), «The Process of Financial Innovation», *American Economic Review*, 73.

TORIBIO, J. J. (1985), «Déficit público y estructura del sistema financiero», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.° 23, FIES.

TORNOS, I. (1982), «La financiación del déficit, el ahorro y los tipos de interès», *Hacienda Pública*, n.° 74, Instituto de Estudios Fiscales.

— (1984), «Las Repercusiones Monetarias y Financieras del Déficit Público», *Hacienda Pública*, n.° 88.

TRUJILLO, J. A. Y CUERVO C. (1985), «El sistema financiero español», Ariel Economia.

VALLE V. (1982), «Consecuencias financieras del déficit», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.° 10, FIES.

VIÑALS, J. (1985), «El Déficit Público y sus Efectos Macroeconómicos; Algunas Reconsideraciones», *Documento de Trabajo*, n.° 8504, Banco de España.

WILLIAMSON, S. (1986), «Increasing Returns to Scale in Financial Intermediation and the Non-Neutrality of Government Policy». *Review of Economics Studies* LIII, 863-875.

COLABORACIONES

V. ENDEUDAMIENTO DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS Y CORPORACIONES LOCALES

INTRODUCCION

LOS datos disponibles sobre la estructura del déficit público, por subsectores, de las administraciones públicas en España parecen señalar al Estado como su principal causante, por la cuantía absoluta y relativa del desequilibrio de sus cuentas en comparación con otras administraciones públicas, y particularmente con las corporaciones locales y las comunidades autónomas. Sin embargo, el mensaje que los datos aportan desvirtúa parcialmente la realidad.

En efecto, las cuantiosas transferencias desde el Estado a las administraciones territoriales y el mecanismo, utilizado con reiteración en años pasados, por el cual el Estado ha asumido la carga financiera de la deuda de corporaciones locales como fruto de sucesivas disposiciones legales que aprobaron operaciones de liquidación de deudas (Ley 9/1983) o de saneamiento (Ley 50/1984) de las haciendas locales, tratando de paliar la ancestral penuria de sus recursos, desproveen de significación a la estructura por instituciones del déficit público.

Por ello, en el análisis del déficit español como origen del endeudamiento, no cabe una separación tajante de responsabilidades, toda vez que en el desequilibrio del Estado hay componentes de origen local que descargan aparentemente la cuantía del déficit de este subsector de las administraciones territoriales. De esta forma, el campo problemático sobre el que se asienta el endeudamiento local es más intenso del que sus cifras expresan y, por este mismo motivo, en el análisis de los datos de déficit de las haciendas locales en España tiene más importancia su sesgo que su cuantía.

Más allá, sin embargo, del problema de la mermada significación de los datos estadísticos, ese proceso al que antes nos hemos referido —en virtud del cual la escasez de recursos ordinarios de las corporaciones locales las ha impulsado a incrementar sus pasivos financieros en una cuantía con frecuencia excesiva respecto a sus posibilidades y que, finalmente, el Estado ha ido sucesivamente asumiendo— ha tenido dos consecuencias importantes.

La primera de ellas es que se ha generado un proceso que, en sí mismo, ha sido *injusto* para aquellas corporaciones más mesuradas en sus gastos y proyectos y, por tanto, menos endeudadas, que se han visto beneficiadas en menor medida por la asunción de deudas locales por el Estado. La segunda, tal vez más preocupante desde el punto de vista de una adecuada utilización de los recursos, ha sido la pérdida del sentido de economicidad en el gasto local. La posibilidad abierta de transmitir al Estado las consecuencias financieras de un gasto excesivo respecto a los recursos ordinarios ha constituido un factor de impulsión del gasto local. Un gasto de por sí acelerado en los últimos años como fruto de la reivindicación de proyectos y actividades históricamente condenadas por la escasez de medios, y de la aspiración de nuevas metas y realizaciones de la vida local que la reciente conformación democrática de estas corporaciones ha traído consigo.

Así, entre 1975 y 1986, el gasto local se ha multiplicado por nueve en términos monetarios, lo que se ha proyectado sobre el déficit y el

endeudamiento local, aunque en forma atemperada, por el correlativo crecimiento de la presión fiscal. Por otra parte, el creciente endeudamiento local, cuya carga financiera representa ya en 1986 el 13 por 100 de los ingresos corrientes presupuestados, se ha visto facilitado por su acceso privilegiado a los coeficientes de inversión obligatoria de las cajas de ahorros que, de esta forma, en 1986 se habían convertido en las tenedoras de un 37 por 100 de los pasivos financieros de las corporaciones locales.

Andrés García de la Riva, presidente del Banco de Crédito Local de España, ofrece en su artículo una información, amplia en extensión y detallada en su contenido, sobre el endeudamiento de las corporaciones locales. Desde la perspectiva de una entidad financiera especializada en crédito local, destaca que, pese al crecimiento de la deuda local, su canalización hacia gastos de inversión no ofrece un saldo excesivamente preocupante sobre la solvencia financiera y patrimonial de la mayoría de las corporaciones locales, y señala tres aspectos básicos del endeudamiento local:

1) El nivel de endeudamiento por habitante tiene una estructura relacionada con la dimensión de las corporaciones locales en sentido creciente: los municipios mayores son los de mayor grado de endeudamiento. Sin embargo, su evolución en el tiempo ha seguido un camino inverso. Entre 1963 y 1986, los municipios menores de 20.000 habitantes han multiplicado su deuda per capita en pesetas constantes por 3,9, los comprendidos entre 20.000 y 100.000 habitantes por 2,1 y los de más de 100.000 habitantes por 1,2. El crecimiento más acentuado se ha producido en las diputaciones provinciales, con un aumento en dicho período de 6,2 veces.

2) Los instrumentos utilizados por las corporaciones locales en su endeudamiento acusan un predominio absoluto del crédito en pesetas (73 por 100) respecto a cualquier tipo de deuda negociable.

Hasta 1978 el Banco de Crédito Local fue prácticamente la entidad financiadora por excelencia. Desde dicha fecha su peso relativo se va reduciendo, experimentando un progresivo aumento la financiación de banca y, sobre todo, cajas de ahorros.

3) La evolución seguida en los últimos años por los tipos de interés, y el progresivo acercamiento de las condiciones financieras de los créditos de mercado y los incluidos en los coeficientes obligatorios de las entidades financieras han generado un sustancial crecimiento de la carga financiera de la deuda local.

En lo que a las comunidades autónomas se refiere, el repaso de situación que ofrecen las colaboraciones del Director General de Presupuestos de la Generalidad de Cataluña, **Alfonso Ortuño,** y del Presidente de la Caja de Ahorros de Ronda, **Braulio Medel,** permiten conocer algunos hechos singulares:

1) Pese a la corta trayectoria del Estado de las autonomías, la deuda autonómica ha pasado de 15,9 miles de millones en 1981 a 316,7 en 1986, lo que representa el 2 por 100 de la deuda de las administraciones públicas y la cuarta parte del endeudamiento de las administraciones territoriales.

Una deuda que, en mayor medida que en ninguna otra parcela de las administraciones públicas, está materializada en créditos de instituciones financieras privadas (el 80 por 100 del total).

Convendrá también destacar, por hacer la pintura más completa, que la mitad de ese endeudamiento se concentra en sólo dos comunidades autónomas: Cataluña y el País Vasco.

2) Parece existir un amplio grado de acuerdo en que la raíz del crecimiento de la deuda autonómica se sitúa en la insuficiencia de los recursos ordinarios cedidos y en la escasa posibilidad de establecer tributos propios, por parte de las comunidades autónomas, para atender los servicios transferidos desde la Administración central y para romper el déficit de equipamiento en estos servicios fundamentales.

Por otra parte, la excesiva condicionalidad de los recursos de las comunidades autónomas y la vinculación de la nueva inversión al Fondo de Compensación Interterritorial, nacido con finalidades redistributivas, han impulsado el camino del endeudamiento público.

El nuevo sistema adoptado en 1986 por el Consejo de Política Fiscal y Financiera para el quinquenio 1987-1991, que integra parte del Fondo de Compensación en el sistema de financiación y reduce la condicionalidad de los recursos, permite a las comunidades un mayor margen de maniobra, y puede contribuir a detener un endeudamiento cuya traza creciente proyecta, a la altura de 1986, cierta sombra pesimista respecto a la prolongación en las comunidades autónomas de la línea seguida por el Estado.

Dos colaboraciones más completan el contenido de esta sección.

El profesor **Carlos Monasterio** llama la atención sobre la escasa precisión de las normas reguladoras del crédito exterior de las comunidades autónomas, destacando la inadecuada definición del mismo en las leyes autonómicas, que atienden más al criterio de residencia de los acreedores que al hecho sustancial de que la emisión se realice en alguna divisa extranjera, lo que implica añadir a los costes y riesgos de la deuda interior los derivados de las variaciones en los tipos de cambio.

La nota de **Pilar Ortiz,** jefe del área de estudios y contabilidad nacional del sector público en la Intervención General de la Administración del Estado, que cierra este conjunto de colaboraciones, ofrece una información estadística básica del endeudamiento de los entes territoriales en España en el período 1979 a 1985. Se trata de flujos anuales —no de *stock*— de deuda, obtenidos a partir de la propia información que facilitan las haciendas territoriales para la elaboración de las cuentas de las administraciones públicas integradas en el sistema de cuentas nacionales.

Los artículos de esta sección constituyen piezas insustituibles para situar la dimensión, evolución, raíces y perspectivas futuras del endeudamiento de comunidades autónomas y corporaciones locales en España.

ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA DE LAS CORPORACIONES LOCALES

Andrés GARCIA DE LA RIVA

I. ENDEUDAMIENTO

1. Evolución

EL volumen de deuda de las corporaciones locales —su endeudamiento— constituye una magnitud relevante para caracterizar su situación financiera que refleja la suma de un elevado número de decisiones financieras, cada una de ellas objeto de controversia política en sus órganos deliberantes. Esta suma es objeto también de comentario frecuente de los medios de comunicación social, ordinariamente para censurar su nivel actual.

Sin embargo, estos planteamientos de los *mass media* son generalmente muy superficiales, aparte de la significación política e ideológica que pudieran entrañar, pese a que la pluralidad política de las corporaciones locales debiera excluir juicios globales de este tipo. Frecuentemente parece que tales juicios se están refiriendo a un país distinto del que vivimos.

Si elaboramos una serie histórica del endeudamiento de las corporaciones locales y lo expresamos en pesetas constantes o lo relacionamos con el PIB, con los ingresos de las corporaciones locales o con otras magnitudes macroeconómicas, la realidad que nos salta a la vista difiere bastante del tópico en boga de unas corporaciones locales derrochadoras o en bancarrota.

Según los datos del cuadro número 1, los pasivos a largo plazo de las corporaciones locales representaban a principios de la década de los 60 el 2,13 por 100 del PIB. El efecto conjunto de la inflación y el crecimiento económico redujeron esta relación al 1,5 por 100 en torno a 1970, y se halla, a finales de 1986, en torno al 2,15 por 100. Este porcentaje se eleva aproximadamente al 2,4 por 100 computando los créditos a corto plazo.

Si consideramos la relación entre la deuda y los ingresos de las corporaciones locales, nos encontramos con que la deuda municipal representaba en 1962 el 115,3 por 100 de los ingresos presupuestarios ordinarios de los ayuntamientos. Este porcentaje se ha ido reduciendo hasta un 78,0 por 100 en 1973 y un 48,2 por 100 en 1986. Es decir, que los ayuntamientos deben en una proporción cada vez menor de sus ingresos anuales, como pone de relieve el gráfico 3, lo que indica que su situación financiera es cada vez más sana.

Pero es más, frente al tópico habitual, el cuadro n.° 2 nos muestra que no son los municipios grandes los que más se han endeudado, sino precisamente los pequeños y las diputaciones provinciales (éstas precisamente para ayudar las inversiones en los pequeños). Los municipios de menos de 20.000 habitantes han multiplicado por 3,9 su deuda *per capita* en pesetas constantes entre 1963 y 1986, mientras que los municipios medios (de 20.000 a 100.000 habitantes) la multiplicaron por 2,1 y los grandes (mayores de 100.000 habitantes) lo han hecho por 1,2. Son las diputaciones las que mayor incremento han experimentado en el mismo período, en que han multiplicado por 6,2 su endeudamiento en pesetas constantes.

Podría pensarse que esta disminución de los pasivos financieros de los municipios grandes es consecuencia de la asunción por el Estado, en mayor proporción, de las cargas financieras de los mismos, en virtud de la Ley 9/1983 y complementarias. Pero, como se puede comprobar con los datos que se reseñan más adelante, incluso imputándoles los saldos vivos correspondientes a los préstamos obtenidos por los mismos y asumidos por el Estado, el volumen de pasivos en pesetas constantes se habría incrementado notablemente menos en los municipios grandes que en los municipios medianos y pequeños. Por otra parte, no tendría mucho sentido la imputación de estos pasivos a tales ayuntamientos, pues, como es conocido, las subvenciones concedidas por el Estado en virtud de la Ley de Saneamiento de las Haciendas Locales (Ley 24/1983) se incrementaron mediante transferencia directa de los presupuestos del Estado para la generalidad de las corporaciones locales, y sólo para un reducido número de municipios grandes (por conveniencias de la Administración del Estado, que no consideró conveniente afrontar íntegramente su importe del mismo modo) se instrumentaron por medio de una operación de crédito del Banco de Crédito Local, al amparo de la Ley 50/1984.

Para el conjunto de las corporaciones locales el volumen de la deuda disminuye también en relación con los ingresos (aunque no tanto, por el efecto de las diputaciones, que no han experimentado reducción) pasando de un 89,7 por 100 en 1963 a un 50,8

CUADRO N.º 1

PASIVOS FINANCIEROS A LARGO PLAZO

	AYUNTAMIENTOS			DIPUTACIONES			TOTAL			TOTAL DEUDA CON S.F.		
	Mill. Pts.	% PIB	% IO	Mill. Pts.	% PIB	% IO	Mill. Pts.	% PIB	% IO	Mill. Pts.	% PIB	% IO
1961	12.245,00	1,73	103,23	2.792,10	0,40	69,65	15.037,10	2,13	94,75			
1962	14.954,70	1,83	115,26	3.436,20	0,42	76,21	18.390,90	2,25	105,19			
1963	14.955,80	1,55	104,38	2.352,00	0,24	48,21	17.307,80	1,80	90,11			
1964	17.022,90	1,42	96,10	2.798,90	0,23	47,92	19.821,80	1,65	84,16			
1965	17.772,40	1,27	91,08	3.401,10	0,24	53,65	21.173,50	1,51	81,90			
1966	19.474,80	1,20	90,18	3.867,60	0,24	51,81	23.342,40	1,44	80,32			
1967	22.393,70	1,23	81,95	4.574,90	0,25	52,88	26.968,60	1,48	74,96			
1968	24.909,80	1,22	84,51	6.052,10	0,30	63,33	30.961,90	1,52	79,32			
1969	27.599,20	1,19	77,28	6.771,60	0,29	57,68	34.370,80	1,48	72,43			
1970	30.966,10	1,20	69,37	7.510,50	0,29	52,42	38.476,60	1,49	65,25			
1971	35.213,10	1,21	69,38	10.099,00	0,35	61,58	45.312,10	1,55	67.48	42.195,00	1,45	62,84
1972	41.540,60	1,21	72,52	12.367,90	0,36	66,07	53.908,50	1,57	70,93	48.016,00	1,40	63,18
1973	51.904,20	1,25	78,03	16.082,00	0,39	68,59	67.986,20	1,64	75,57	58.241,00	1,41	64,74
1974	59.436,40	1,16	74,10	21.482,70	0,42	73,79	80.919,10	1,59	74,02	70.016,00	1,37	64,04
1975	68.769,40	1,14	65,35	26.938,70	0,45	71,61	95.708,10	1,59	67,00	85.140,00	1,41	59,60
1976	88.638,40	1,23	66,35	36.149,70	0,50	75,12	124.788,10	1,72	68,67	113.967,00	1,58	62,72
1977	129.009,40	1,41	79,20	45.499,70	0,50	78.05	174.509,10	1,90	78,90	163.893,00	1,79	74,10
1978	157.057,40	1,40	79,96	55.286,70	0,49	72,14	212.344,10	1,89	77,76	203.782,00	1,81	74,63
1979	230.089,40	1,75	95,50	69.857,70	0,53	75,77	299.947,10	2,28	90,04	290.461,00	2,21	87,19
1980	223.910,40	1,47	70,51	79.215,70	0,52	62,39	303.126,10	1,99	68,19	292.011,00	1,92	65,69
1981	236.825,02	1,69	65,07	94.969,70	0,56	63,91	381.794,72	2,25	64.78	380.804,33	2,24	64,61
1982	344.366,00	1,76	63,30	122.393,85	0,63	78,40	466.759,85	2,39	66,67	482.964,85	2,47	68,98
1983	325.290,00	1,46	51,74	116.110,85	0,52	65,93	441.400,85	1,99	54,85	473.570,85	2,13	58,84
1984	357.774,02	1,42	48,48	122.775,02	0,49	57,61	480.549,04	1,91	50,15	517.345,04	2,06	54,00
1985	394.819,84	1,42	45,74	146.493,72	0,53	58,45	541.313,56	1,94	48,62	578.788,56	2,08	51,99
1986	476.021,97	1,48	48,46	195.167,99	0,61	70,55	671.189,96	2,09	53,32	751.083,96	2,34	59,67

Fuentes:

— Los pasivos a largo plazo están constituidos por:
- Para los años 1961 a 1974 son los que figuran en las cuentas de patrimonio de las corporaciones municipales y provinciales. IEAL, *Anuario Estadístico de las corporaciones locales.*
- Para los años 1982 a 1986 son las deudas a más de un año de las corporaciones municipales y provinciales e insulares, según la Central de Información de Riesgos del Banco de Crédito Local.
- Los años intermedios se han estimado partiendo de las variaciones en pasivos financieros según datos del Banco de Crédito Local y del Banco de España para las demás entidades financieras.

— La deuda con el sistema financiero son los datos recogidos por el Banco de España, tanto a largo como a corto plazo, de los balances del sistema crediticio y del registro de emisiones. (Banco de España, *Boletín Estadístico).* De estas cifras se deducen las deudas cuyas obligaciones financieras han sido asumidas por el Estado, así como los créditos del Banco de Crédito Local a entidades y empresas distintas de municipios, provincias e islas. Para 1982 y siguientes proceden de CIRLOCAL.

por 100 en 1986. Este porcentaje se reduciría bastante más si se considerasen también los ingresos y deudas de las diputaciones forales, que en relación con el volumen de ingresos que manejan están mucho menos endeudadas.

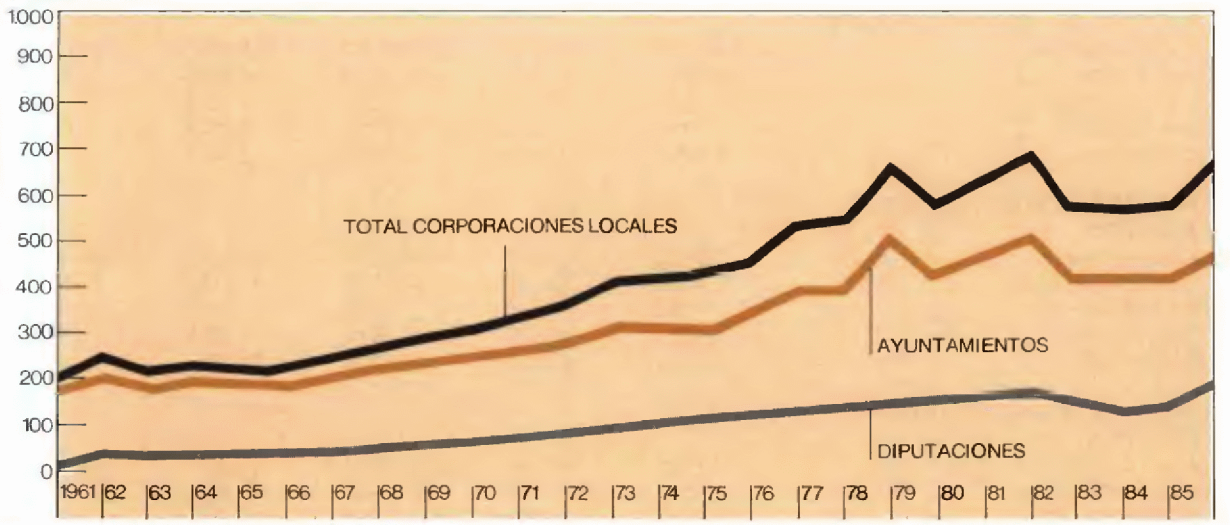
2. Volumen actual

El volumen de los pasivos financieros de las corporaciones locales se determina formalmente a través del pasivo de la cuenta de patrimonio de las mismas, que comprende sus deudas a largo plazo. Sus pasivos financieros a corto plazo, resultado de operaciones de tesorería, no se reflejan en esta cuenta, sino en la del Presupuesto y, con arreglo a la legislación vigente, debieran estar saldadas a 31 de diciembre, aunque en realidad no suceda siempre así.

La información agregada de los pasivos a largo plazo (es decir, excluidas las operaciones de tesorería) no se puede obtener de los resúmenes estadísticos de las cuentas de patrimonio de las corporaciones locales, que han dejado de elaborarse a mediados de los 70, sino de los datos suministrados por el sistema financiero. Estos datos son en realidad incompletos, puesto que existen deudas crediticias entre administraciones públicas (concretamente de ayuntamientos con diputacio-

GRAFICO 1

EVOLUCION DE LOS PASIVOS FINANCIEROS A LARGO PLAZO DE LAS CORPORACIONES LOCALES



nes, con el Estado, etc.), pero su importe es actualmente poco relevante, por lo que los datos del sistema financiero abarcan la casi totalidad de los pasivos financieros de las corporaciones locales.

Esta información se centraliza por el Banco de España, en cuanto se refiere al sistema crediticio, por una doble vía:

- Por un lado, los balances confidenciales que le suministran la banca privada, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, que desagregan los datos de sus créditos y carteras, distinguiendo los del sector público y, dentro del mismo, el local y el autonómico. A esta información se une la proporcionada por el ICO para la banca pública.

- Por otro lado, la Central de Información de Riesgos, que canaliza la información recibida de las entidades financieras sobre riesgos del sector público local y que a su vez la transmite al Banco de Crédito Local, el cual, conforme al art. 431.3 del texto refundido de las disposiciones legales vigentes en materia de régimen local (DL 781/1986, de 18 de abril), debe mantener dicha Central.

Entre ambas fuentes de información existen algunas discrepancias estadísticas. Estas se deben fundamentalmente a que los créditos del Banco de Crédito Local se atribuyen en las series del Banco de España (que publica mensualmente el *Boletín de Estadística*) íntegramente a las corporaciones locales, cuando la realidad es más compleja. En efecto, el primer problema es que, una vez transformadas algunas diputaciones provinciales en comunidades autonómas uniprovinciales, se suscita la cuestión de atribuir a las corporaciones locales o a las comunidades autónomas los créditos a dichas comunidades uniprovinciales. Si se opta por atribuirlos a las comunidades autónomas, como parece más razonable, una parte nada despreciable de los créditos del Banco de Crédito Local no son a corporaciones locales.

Otra parte de los créditos del Banco de Crédito Local ya no fue concedida estrictamente al sector público local, sino que alcanzó incluso al estatal. Así los créditos a la Mancomunidad de Canales del Taibilla, que es un organismo autónomo del Estado. Otro caso atípico es el de la Mancomunidad de Diputaciones de Régimen Común, que no puede considerarse dentro del sector público local, y a la que en el momento de su disolución en 1986 le sucede el Estado (en realidad no era sino un artificio para que el Estado asumiese compromisos de cobertura de las obligaciones sin que apareciesen como deuda del Estado, a pesar de que en realidad era éste el deudor del Banco).

CUADRO N.º 2

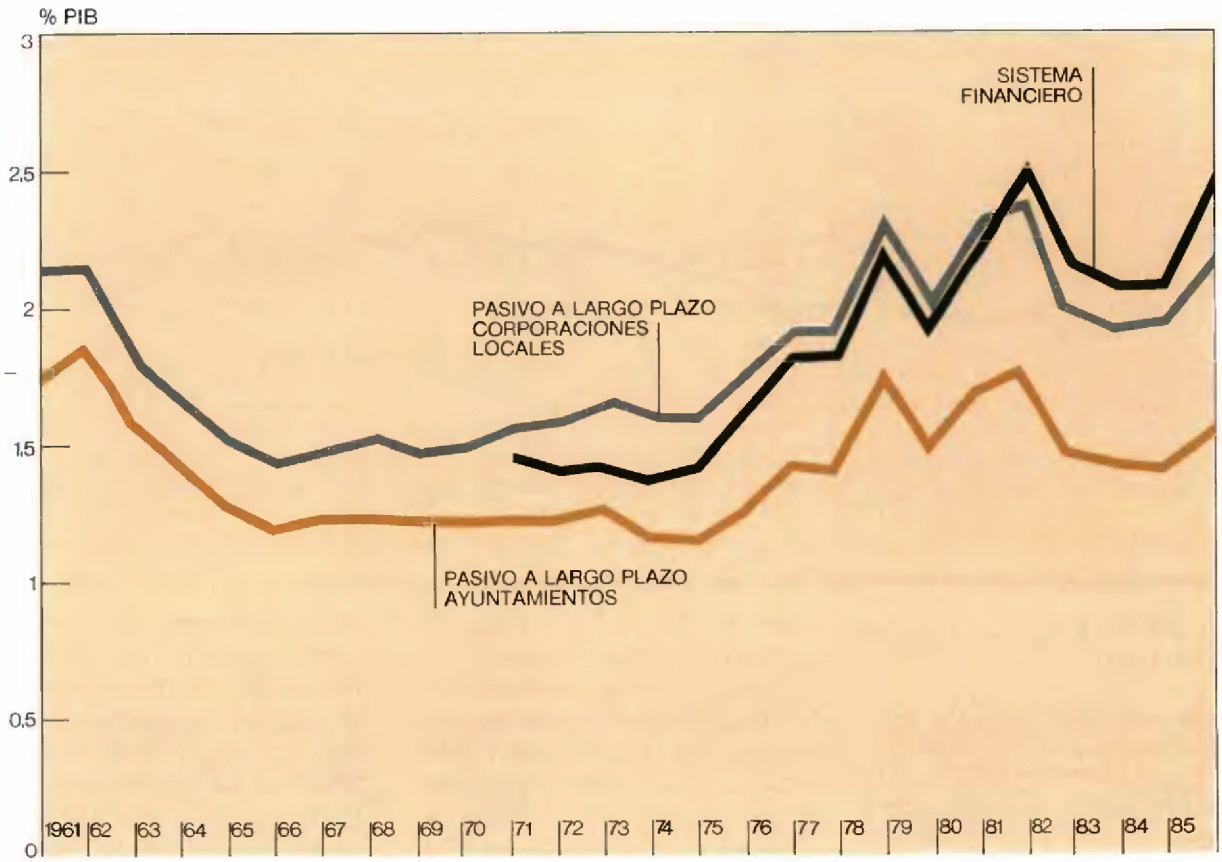
EVOLUCION DEL ENDEUDAMIENTO SEGUN GRUPOS DE CORPORACIONES LOCALES (*)

	1963	1973	1984	1985	1986
MUNICIPIOS DE —20.000 HABITANTES					
Ingresos ordinarios	4.613,6	18.151,8	210.416,3	236.120,5	297.070,6
Pasivos a largo plazo	1.736,7	7.144,3	45.700,0	60.015,3	71.398,0
% s/Ingresos ord.	37,6	39,4	21,7	25,4	24,0
Ptas. ctes./hab.	104,3	479,6	3.246,5	4.263,4	5.072,0
Ptas. 86/hab.	1.298,4	2.947,1	3.843,9	4.638,6	—
MUNICIPIOS DE 20.000 A 100.000 HABITANTES					
Ingresos ordinarios	2.641,2	13.451,5	153.336,4	180.844,3	205.396,5
Pasivos a largo plazo	2.468,6	8.614,0	63.231,3	77.216,4	96.509,4
% s/Ingresos ord.	93,5	64,0	41,2	42,7	47,0
Ptas. ctes./hab.	467,3	1.341,2	7.969,9	9.732,6	12.164,4
Ptas. 86/hab.	5.817,4	8.241,6	9.436,4	10.589,1	—
MUNICIPIOS DE MAS DE 100.000 HABITANTES					
Ingresos ordinarios	7.156,3	33.918,9	374.270,4	446.296,4	479.743,5
Pasivos a largo plazo	10.750,6	36.145,9	248.842,8	257.588,0	308,114,2
% s/Ingresos ord.	150,2	106,6	66,5	57,7	64,2
Ptas. ctes./hab.	1.295,9	2.998,7	15.878,5	16.436,5	19.660,4
Ptas. 86/hab.	16.132,7	18.427,0	18.800,1	17.882,9	—
TOTAL MUNICIPIOS (1)					
Ingresos ordinarios	14.411,1	65.522,2	738.023,1	863.261,2	982.210,6
Pasivos largo plazo	14.955,9	51.904,2	357.774,0	394.819,8	476.022,0
% s/Ingresos ord.	103,8	79,2	48,5	45,7	48,5
Ptas. ctes./hab.	494,7	1.555,2	9.494,0	10.477,6	12.632,5
Ptas. 86/hab.	6.158,5	9.556,7	11.241,4	11.399,6	—
PROVINCIAS E ISLAS (2)					
Ingresos ordinarios	4.878,6	23.447,8	213.120,2	250.644,0	276.634,3
Pasivos largo plazo	2.352,0	16.082,0	106.020,0	130.949,7	166.404,0
% s/Ingresos ord.	48,2	68,6	49,7	52,2	60,1
Ptas. ctes./hab.	77,8	481,9	3.856,4	4.763,2	6.052,8
Ptas. 86/hab.	968,5	2.961,3	4.565,9	5.182,3	—
TOTAL					
Ingresos ordinarios	19.291,0	88.970,0	951.143,3	1.113.905,2	1.258.844,9
Pasivos largo plazo	17.307,9	67.986,2	463.794,0	525.769,5	642.426,0
% s/Ingresos ord.	89,7	76,4	48,8	47,2	51,0
Ptas. ctes./hab.	572,5	2.037,1	13.350,8	15.245,1	18.690,3
Ptas. 86/hab.	7.127,1	12.518,0	15.807,3	16.586,7	—

(*) Ingresos ordinarios y pasivos a largo plazo en millones de pesetas.
(1) Excluidos los municipios de las provincias de Alava y Navarra en 1963 y 1973.
(2) Excluidas las diputaciones forales y los datos de las comunidades autónomas uniprovinciales.

Por otra parte, el Banco de Crédito Local ha venido concediendo créditos no sólo a las corporaciones locales, sino también a sus consorcios, organismos autónomos y sociedades mercantiles dependientes de ellas. Estas últimas tienen un tratamiento cuestionable por parte de las normas sobre balances del Banco de España, que optan por no incluirlas entre las empresas públicas (circulares 2/1985 y 19/1986) y, no obstante, el Banco se percata de la importancia de algunas de ellas y completa sus datos estadísticos con los procedentes de la Central de Información de Riesgos para las

GRAFICO 2
ENDEUDAMIENTO CORPORACIONES LOCALES/PIB



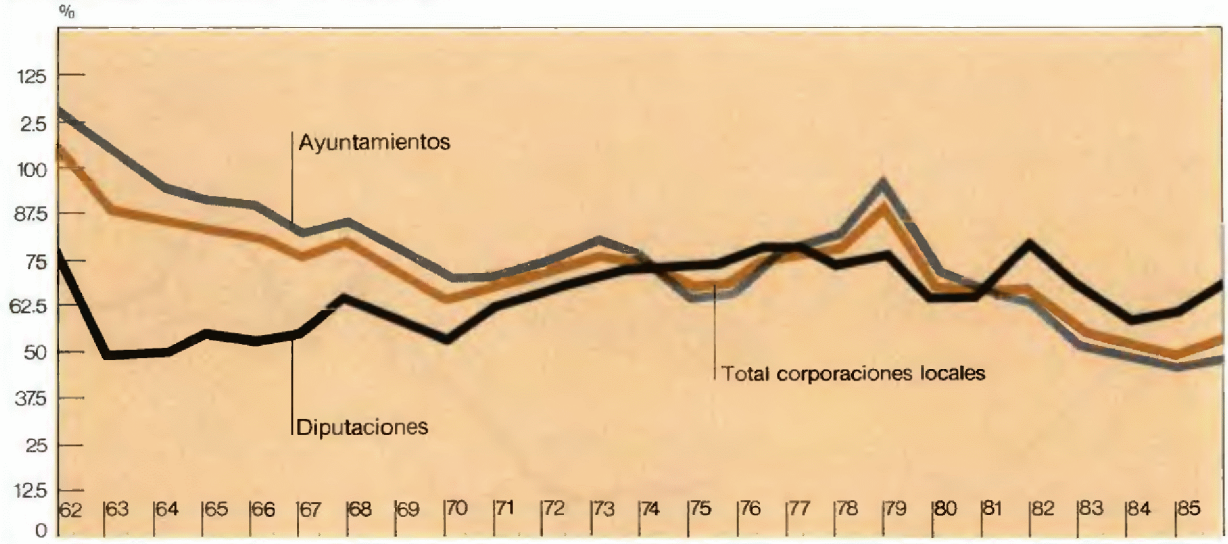
empresas municipales de transportes de Madrid y Barcelona. La CIRLOCAL sí recoge todos los créditos, tanto a organismos administrativos (consorcios, organismos autónomos) como a sociedades mercantiles dependientes de las entidades locales, en la medida en que vengan identificados como tales por las entidades financieras. Dado que falta un inventario de tales organismos y empresas, su consideración en las series estadísticas plantea problemas, por lo que se omiten en el presente trabajo.

Otra cuestión relevante en la determinación de los pasivos financieros de las corporaciones locales se refiere a la atribución de los pasivos originados por créditos cuya carga financiera ha asumido el Estado. La normativa del Banco de España sobre balances los atribuye a las corporaciones locales que dispusieron de tales recursos. No obstante, en la CIRLOCAL no aparecen, lógicamente, como riesgos de las corporaciones locales. Hay que tener en cuenta, además, que el Estado abona directamente al Banco de Crédito Local las obligaciones financieras asumidas por créditos del mismo, y que en los presupuestos generales aparecen como gastos por intereses y variación de pasivos financieros de deuda interior (lo que equivale a considerarlos como tal) y, consiguientemente, no deben aparecer en las cuentas de las corporaciones locales.

Salvadas las distancias metodológicas anteriores, entre la información de balances reservados —que es la que utiliza el Banco de España en sus series estadísticas— y la de la CIRLOCAL hay una aproximación estadística cre-

GRAFICO 3

RELACION PASIVOS FINANCIEROS A LARGO PLAZO/INGRESOS ORDINARIOS CORPORACIONES LOCALES



ciente, que prueba la bondad de la información.

Dado que la CIRLOCAL permite la desagregación de tales créditos según la tipología de las entidades locales y la clasificación por plazos, cabe prolongar a través de esta fuente las cifras de crédito a largo plazo de las series históricas de resúmenes de las cuentas de patrimonio, tal y como se hace en el cuadro n.° 1.

3. Modalidades de endeudamiento

La CIRLOCAL permite clasificar los pasivos financieros de las corporaciones locales por tipos de instrumentos —créditos en pesetas, créditos en moneda extranjera, emisiones de deuda negociable. El cuadro n.° 3 refleja esta situación para los ayuntamientos y diputaciones, excluidos los créditos cuya carga financiera ha asumido el Estado. En el cuadro número 4 se deja constancia de cual es esa carga financiera, incluída la de la extinguida Mancomunidad de Diputaciones de Régimen Común, que ni siquiera era un riesgo directo de las corporaciones locales antes de ser asumida por el Estado en la Ley de Presupuestos de 1976.

Del cuadro n.° 3 resulta que a fin de 1986 el 72,9 por 100 de los pasivos financieros de las corporaciones procede de créditos del sistema crediticio (75,4 en los ayuntamientos y 67,4 en las diputaciones) y un 24,6 por 100 de las emisiones (20,9 en los ayuntamientos y 32,6 en las diputaciones). Los créditos en moneda extranjera representan sólo el 2,6 por 100 de los pasivos, y se concentran en los ayuntamientos de Madrid y Barcelona.

Una consideración retrospectiva de los últimos tres años permite observar que se ha incrementado la participación de las emisiones y se ha reducido el volumen del crédito exterior. No obstante, el incremento de las emisiones se da sólo en las diputaciones, especialmente por la activa participación de las diputaciones vascas en las emisiones de pagarés, pero los ayuntamientos han reducido la participación de las emisiones en sus modos de financiación.

Sucede que las emisiones se utilizaban en las décadas precedentes por los ayuntamientos de Madrid y Barcelona y apenas alguna otra corporación local. A partir de 1980, el número de corporaciones locales que hacen emisiones se multiplican (15 en dicho año, 42 en 1981 y 36 en 1982) como consecuencia de la carencia de recursos del Banco de Crédito Local para atender sus demandas de crédito, al concentrar éste en operaciones de liquidación de deudas (que paralelamente fueron autorizadas por una serie de sucesivas leyes y decretos-leyes) sustitutivas de la insuficiencia de ingresos corrientes.

CUADRO N.° 3

PASIVOS FINANCIEROS DE LAS CORPORACIONES LOCALES 1984-1986 (1)
(Miles de millones de pesetas)

INSTRUMENTOS	*Posiciones al 31 de diciembre*					
	1984	*%*	*1985*	*%*	*1986*	*%*
DEUDA NEGOCIABLE	118,21	22,9	130,20	22,5	184,05	24,5
— Ayuntamientos	92,07	23,6	105,78	24,5	107,45	20,8
— Diputaciones	26,14	20,6	24,42	16,6	76,60	32,7
CREDITOS EN PESETAS	352,60	68,1	424,56	73,3	545,32	72,9
— Ayuntamientos	251,62	64,5	301,43	69,9	387,61	75,4
— Diputaciones	100,98	79,4	123,13	83,4	157,71	67,4
CREDITOS EN MONEDA EXTRANJERA	46,53	9,0	24,02	4,2	21,71	2,9
— Ayuntamientos	46,53	11,9	24,02	5,6	21,71	4,2
— Diputaciones	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0
TOTALES	517,34	100,0	578,78	100,0	751,08	100,0
— Ayuntamientos	390,22	100,0	431,23	100,0	516,77	100,0
— Diputaciones	127,12	100,0	147,55	100,0	234,31	100,0

(1) Excluida la deuda cuyas cargas financieras han sido asumidas por el Estado.
Fuente: Departamento de Estudios del BCL. Elaborado en base a:
— Central de Información de Riesgos de las Corporaciones Locales.
— Servicio de Estudios del Banco de España.
— Instituto de Crédito Oficial.

CUADRO N.° 4

PASIVOS FINANCIEROS DE LAS CORPORACIONES LOCALES CUYA CARGA FINANCIERA ESTA ASUMIDA POR EL ESTADO 1984-1986
(Miles de millones de pesetas)

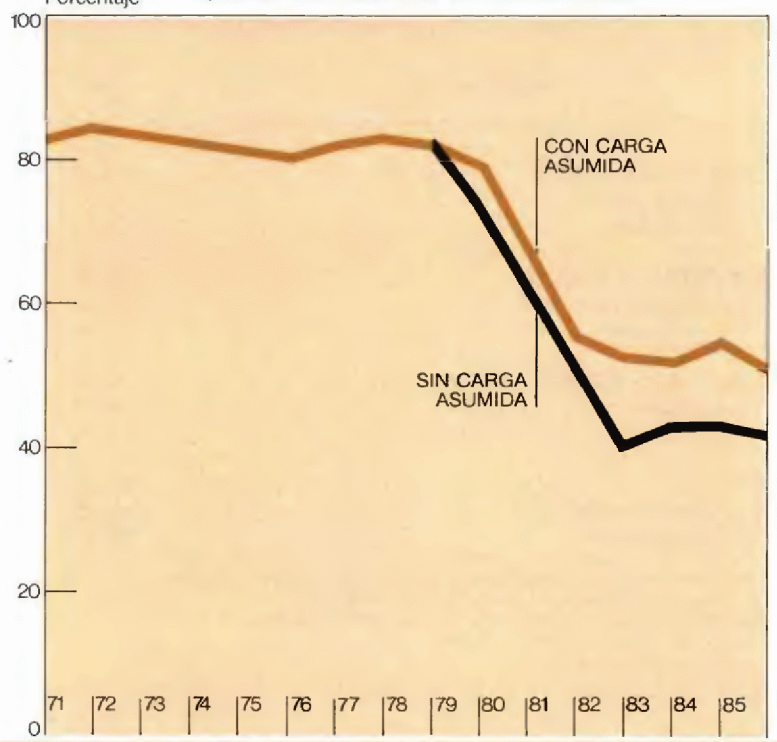
PRESTAMOS	*Posiciones al 31 de diciembre*		
	1984	*1985*	*1986*
LIQUIDACION DE DEUDAS	116,48	99,96	78,43
— Ayuntamientos	111,33	95,64	75,04
— Diputaciones	5,15	4,32	3,39
LEY SANEAMIENTO	0,00	59,37	74,54
— Ayuntamientos	0,00	58,75	73,33
— Diputaciones	0,00	0,62	1,21
OPERACIONES ITE.-80	17,65	15,02	12,02
— Ayuntamientos	0,00	0,00	0,00
— Diputaciones	17,65	15,02	12,02
TOTALES	134,13	174,35	164,99
— Ayuntamientos	111,33	154,39	148,37
— Diputaciones	22,80	19,96	16,62
PROMEMORIA: MANCOMUNIDAD DE DIPUTACIONES DE REGIMEN COMUN	3,83	3,39	2,94

Fuente: Elaborado por el Departamento de Estudios del BCL con datos propios y de la Dirección General de Coordinación con las Haciendas Territoriales.

En cambio, a partir de 1983 las emisiones de las corporaciones locales de régimen común entran en declive, de modo que apenas se incrementa el volumen en circulación. La reanudación de la oferta del Banco de Crédito Local, por un lado, y la reducción de las ventajas de los circuitos privilegiados de colocación, por otro, han cerrado un ciclo histórico en que las corporaciones locales han acudido más a esta forma de crédito de lo que parecería adecuado al ritmo de sus necesidades de financiación.

En efecto, a partir de 1977 (RD 2227/77) se abrió a las corporaciones locales la posibilidad de computar sus emisiones en el coeficiente de fondos públicos de las cajas de ahorros. Pero estos coeficientes se fueron reduciendo progresivamente a través de la política de liberalización, y la competitividad en los mismos hizo que fueran perdiendo las ventajas de un circuito privilegiado, hasta que

GRAFICO 4 **PARTICIPACION DEL BANCO DE CREDITO LOCAL EN PASIVOS DE LAS CORPORACIONES LOCALES**



CUADRO N.º 5

PASIVOS FINANCIEROS DE LAS CORPORACIONES LOCALES 1970-1986 - AGENTES
(Millones de pesetas)

		CREDITOS EN PESETAS					MONEDA EXTRANJERA				EMISIONES DE DEUDA					
AÑO	Total	BCLE	Cajas	Bancos	Cooper.	Total	S.E.	Bancos	Cajas	Total	Bancos	Cajas	B. España	Cooper.	Otros	Total
1970																
1971	42.195,00	35.074,75	1.700,00	0,00	0,00	36.774,75	0,00	0,00	0,00	0,00	900,00	3.700,00	0,00	0,00	820,00	5.420,00
1972	48.016,00	40.825,84	1.900,00	0,00	0,00	42.725,84	0,00	0,00	0,00	0,00	1.000,00	3.500,00	0,00	0,00	790,00	5.290,00
1973	62.638,00	52.513,00	2.500,00	0,00	0,00	55.013,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1.000,00	5.400,00	0,00	0,00	1.225,00	7.625,00
1974	70.016,00	58.131,00	3.300,00	0,00	0,00	61.431,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1.000,00	5.600,00	0,00	100,00	1.985,00	8.685,00
1975	85.140,00	69.773,00	3.700,00	0,00	0,00	73.473,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1.000,00	8.300,00	0,00	100,00	2.267,00	11.667,00
1976	113.967,00	91.942,00	4.000,00	0,00	0,00	95.942,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1.000,00	14.100,00	0,00	200,00	2.725,00	18.025,00
1977	163.893,00	135.547,00	5.000,00	0,00	0,00	140.547,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1.000,00	18.400,00	0,00	200,00	3.746,00	23.346,00
1978	203.782,00	170.334,00	6.600,00	0,00	0,00	176.934,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1.000,00	22.800,00	0,00	300,00	2.748,00	26.848,00
1979	290.461,00	240.103,00	13.000,00	0,00	0,00	253.103,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1.100,00	31.500,00	200,00	400,00	4.158,00	37.358,00
1980	292.011,00	219.386,00	20.400,00	0,00	0,00	239.786,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1.800,00	44.400,00	200,00	500,00	5.325,00	52.225,00
1981	380.804,00	243.364,00	38.126,71	8.086,71	0,00	289.577,42	3.931,33	2.413,29	2.413,29	8.757,91	2.000,00	70.600,00	500,00	1.000,00	8.369,00	82.469,00
1982	482.964,95	251.530,00	68.144,88	19.897,50	1.697,00	341.269,38	18.361,50	7.725,87	3.612,10	29.699,47	2.200,00	92.324,00	400,00	1.300,00	15.772,00	111.996,00
1983	473.570,85	192.855,00	98.571,99	25.106,79	3.132,00	319.665,78	23.099,89	11.105,44	5.143,74	39.349,07	2.400,00	95.997,00	500,00	1.500,00	14.159,00	114.556,00
1984	517.345,04	221.732,00	102.536,05	25.512,21	2.822,00	352.602,26	27.521,02	13.418,79	5.587,97	46.527,78	2.300,00	103.657,00	300,00	1.600,00	10.358,00	118.215,00
1985	578.788,56	251.636,00	115.086,59	54.391,18	3.453,00	424.566,77	14.254,84	5.802,82	3.960,13	24.017,79	2.300,00	113.941,00	200,00	2.100,00	11.663,00	130.204,00
1986	751.083,96	312.874,00	145.080,76	82.487,18	4.877,00	545.318,94	12.555,97	5.657,82	3.499,23	21.713,02	2.100,00	128.152,00	200,00	2.400,00	51.200,00	184.052,00

CUADRO N.° 6

PASIVOS FINANCIEROS DE LAS CORPORACIONES LOCALES 1986
(Millones de pesetas)

ESTRATOS	*BCLE*	*%*	*M.E.*	*%*	*CAJAS*	*%*	*BANCOS*	*%*	*COOPER.*	*%*	*E. DEUDA*	*%*	*Total*
Menos de 5.000	11.501,00	53,85	0,00	0,00	7.951,14	37,23	980,00	4,59	925,00	4,33	0,00	0,00	21.357,14
5.001-10.000	11.708,00	56,48	0,00	0,00	7.285,78	35,14	1.036,00	5,00	468,00	2,35	205,00	1,03	20.722,78
10.001-20.000	18.666,00	52,40	0,00	0,00	12.678,01	35,59	2.580,00	7,24	825,00	2,32	871,00	2,45	35.620,01
20.001-50.000	28.591,00	51,79	0,00	0,00	17.679,26	32,03	5.122,00	9,28	738,00	1,34	3.071,00	5,56	55.201,26
50.001-100.000	26.562,00	53,58	0,00	0,00	13.898,17	28,04	2.844,00	5,74	533,00	1,08	5.737,00	11,57	49.574,17
100.001-500.000	52.732,00	38,30	0,00	0,00	42.715,66	31,02	14.343,00	10,42	682,00	0,50	27.083,00	19,77	137.555,66
500.001-1.000.000	11.845,00	28,30	0,00	0,00	5.478,66	13,09	7.437,00	17,77	0,00	0,00	17.222,00	40,84	41.987,66
Mas de 1.000.000	23.194,00	14,99	21.713,02	14,03	17.080,08	11,04	39.510,18	25,53	0,00	0,00	53.254,00	34,41	154.751,28
AYUNTAMIENTOS	184.799,00	35,76	21.713,02	4,20	124.766,77	24,14	73.852,18	14,29	4.191,00	0,81	107.448,00	20,79	516.769,97
DIP. REG. COMUN	120.000,00	71,34	0,00	0,00	17.036,99	10,13	7.608,00	4,52	686,00	0,41	22.684,00	13,48	168.014,99
DIP. REG. FORAL	8.075,00	12,18	0,00	0,00	3.277,00	4,94	1.027,00	1,55	0,00	0,00	53.920,00	81,33	66.299,00
DIPUTACIONES	128.075,00	54,71	0,00	0,00	20.313,99	8,68	8.635,00	3,69	686,00	0,29	76.404,00	32,64	234.313,99
Total CC.LL/plazos	312.874,00	41,66	21.713,02	2,89	145.080,76	19,32	82.487,18	10,98	4.877,00	0,65	184.052,00	24,50	751.083,96
Hasta 1 año	489,00	0,61	0,00	0,00	16.888,00	21,14	26.164,00	32,75	434,00	0,54	35.919,00	44,96	79.894,00
Más de 1 hasta 3 años	0,00	0,00	0,00	0,00	10.887,00	65,71	4.474,00	27,00	1.207,00	7,29	0,00	0,00	16.568,00
Más de 3 hasta 5 años	1.184,00	2,38	0,00	0,00	33.967,00	68,18	13.827,00	27,75	845,00	1,70	0,00	0,00	49.823,00
Más de 5 años	310.901,00	51,92	21.713,02	3,63	79.111,76	13,21	36.659,18	6,12	2.293,00	0,38	148.133,00	24,74	598.810,96
INDETERMINADO	300,00	5,01	0,00	0,00	4.227,00	70,59	1.363,00	22,76	98,00	1,64	0,00	0,00	5.988,00

finalmente se suprimió el acceso a tales circuitos de inversiones obligatorias por el RD 2254/85.

Igualmente, las experiencias de los créditos en moneda extranjera, que ha hecho sufrir a las corporaciones locales que los utilizaron grandes riesgos de cambio, hace suponer que sólo ante grandes limitaciones interiores de la oferta de capitales —circunstancia cada vez menos previsible— resulte prudente esta modalidad.

Resulta pues que los préstamos —generalmente en forma de crédito abierto, para adaptarse a las necesidades de disposición— continuarán siendo la modalidad principal del crédito a las corporaciones locales, adaptables al diseño de una diversidad de productos financieros.

4. Fuentes de crédito

El crédito a las corporaciones locales ha entrado en una intensa competitividad entre entidades financieras, puesto que se trata de clientes solventes o de mínimo riesgo. En este sentido, el práctico monopolio que tenía el Banco de Crédito Local en los préstamos a dichas corporaciones se rompió en 1977 con la apertura de los coeficientes de regulación especial de las cajas de ahorros a los préstamos a las mismas (RD 466/77).

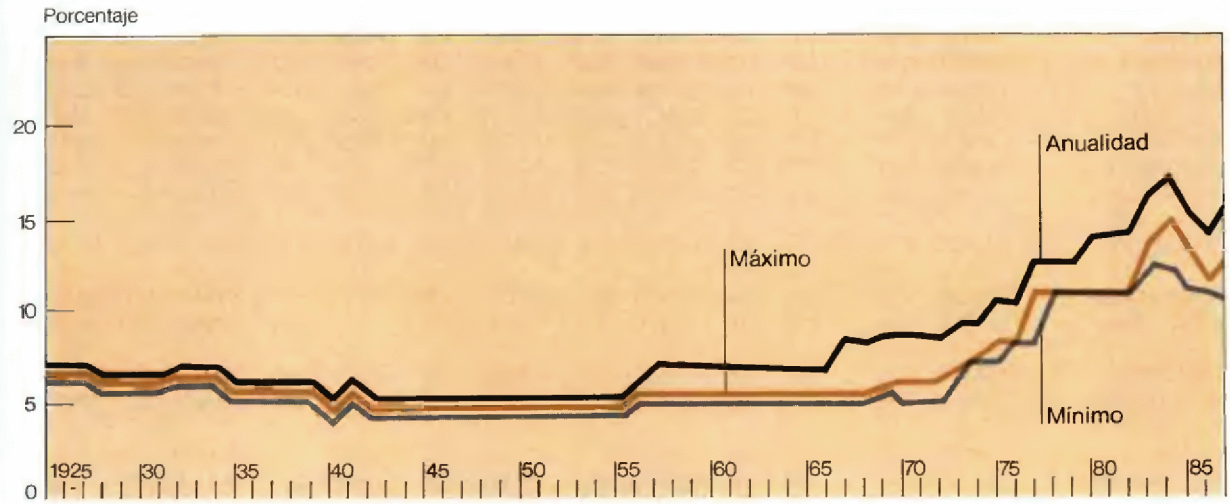
Con ello, a partir de 1977, las cajas de ahorros pasaron a constituirse en proveedores privilegiados del crédito a las corporaciones locales por la doble vía de los créditos y las emisiones, y ello ha supuesto un cambio importante en la financiación del sector público local en unos momentos en que el Banco de Crédito Local no contaba con flexibilidad institucional para dar una respuesta a las demandas del crédito local. La política de algunas comunidades autónomas, e incluso diputaciones, ha favorecido también esta expansión.

Por su parte, la banca privada había entrado tradicionalmente en el crédito a corto plazo a las corporaciones locales atendiendo operaciones de tesorería, campo en el que continúa siendo el principal suministrador; pero en los últimos años ha entrado también con fuerza en los créditos a largo plazo.

El resultado, que se pone de relieve en el cuadro n.° 5 y el gráfico 4, es una pérdida de participación del Banco de Crédito Local en la cobertura de los pasivos financieros de las corporaciones locales.

GRAFICO 5

BANCO DE CREDITO LOCAL. TIPOS MAXIMOS Y MINIMOS DE TASAS FINANCIERAS OPERACIONES ORDINARIAS A LARGO PLAZO



Sin embargo, cada tipo de entidad financiera ha desarrollado su peculiar perfil vocacional en sus relaciones con las corporaciones locales. Mientras el Banco de Crédito Local tiene la casi totalidad de sus créditos a largo plazo (su plazo medio fue de unos 12 años en los formalizados en 1986), las cajas de ahorros sólo tenían, a diciembre de 1986, el 58 por 100 a más de 5 años, y los bancos privados el 44 por 100.

5. Por grupos de corporaciones

La CIRLOCAL permite clasificar los créditos a corporaciones locales por tamaños de municipios. El cuadro n.° 6 presenta esta información, cruzada con la de agentes financiadores.

En él se observa cómo la participación del Banco en la financiación disminuye con el tamaño de los municipios. Ello significa una distribución más igualitaria del crédito oficial, lo que favorece asimismo la dispersión de riesgos.

Las cajas de ahorros seguirían la misma tendencia si se computasen sólo los préstamos, pero si se consideran también las emisiones tienen más concentrados sus activos financieros en los municipios grandes. Y ello es más claro todavía en la banca privada.

Eso explica que, pese a los reducidos incrementos en el endeudamiento de los municipios grandes, hayan de soportar el gravamen de las peores condiciones crediticias.

II. CARGA FINANCIERA

Así como la situación financiera a largo plazo de las corporaciones locales, es decir su solvencia y capacidad económica para abordar proyectos de largo alcance, está determinada en gran medida por el nivel de endeudamiento, las dificultades a corto y medio están determinadas por las obligaciones o cargas financieras derivadas de dicho nivel, que inciden de forma inmediata sobre los flujos de caja.

Ciertamente, la carga financiera depende del nivel o volumen de endeudamiento, pero en igual medida depende también de las condiciones del endeudamiento, tanto en términos de los plazos de amortización y reembolso como de coste por intereses y demás tasas financieras del mismo, que vienen determinadas por el mercado de capitales.

Pues bien, las condiciones del mercado de capitales han experimentado con la crisis económica unas alteraciones tan fuertes que

forzosamente han de hacerse sentir sobre las haciendas locales. Ello tanto en los tipos de interés, que han alcanzado niveles inusitados en décadas anteriores (incluso en los años de la crisis de 1929), como en los plazos de amortización, que se han acortado enormemente. De este modo, el coeficiente de anualidad de las cuotas vencidas o servicio de la deuda se ha multiplicado por varios enteros.

Si tomamos como dato las condiciones de los créditos ordinarios a largo plazo del Banco de Crédito Local, que constituyen el término de referencia más importante para el crédito local en los últimos 60 años, se pone de relieve que los tipos de interés aplicados desde finales de los 70 están entre el doble y el triple de los percibidos a lo largo de las décadas anteriores de su historia. En efecto, han pasado de la horquilla 6,40-6,60, predominante hasta 1942, a descender al 4,25-4,50 vigente de 1943 a 1956 y al 5,25-5,50 vigente hasta 1969, para elevarse posteriormente hasta alcanzar el 11,20 en agosto de 1977 y continuar hasta el 12,40-15,40 por 100 en 1984. A partir de 1985 se inicia de nuevo el descenso, situándose hoy en 10,65-13,15 por 100, pero lejos de un nivel histórico o comparado que se pudiera calificar de normal.

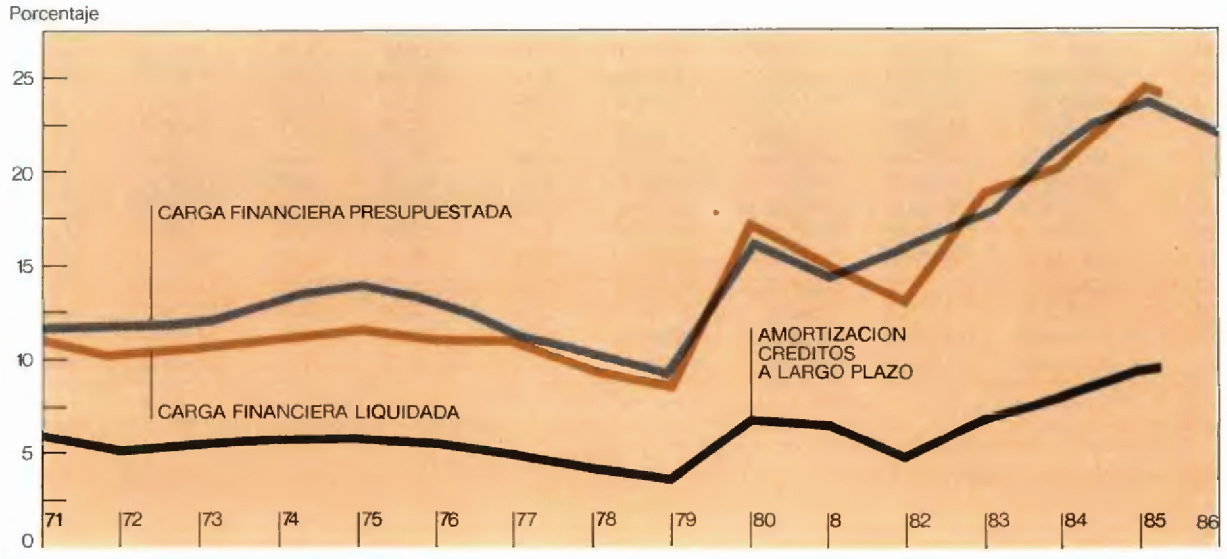
Al propio tiempo, los plazos de amortización se han ido reduciendo desde los límites de 50 años, a que el BCL venía concediendo los créditos al amparo del Estatuto municipal, hasta los 30 años en que empezó a hacerlo a partir de 1957, continuando la reducción a 20 años desde finales de 1966, hasta llegar a los 14 años que es el plazo límite que tiene establecido en la actualidad.

Estas condiciones del Banco de Crédito Local para los créditos ordinarios, que se reflejan en el gráfico 5, suponen ya de por sí el que por cada peseta prestada en créditos ordinarios a largo plazo sin prioridad específica el servicio de la deuda pase de representar 5,06 céntimos de peseta en los concedidos en los años 40 ó 6,88 hasta 1966, a los 17,43 céntimos en los de 1984 o los 15,98 en los actuales. Pero estas condiciones son relativamente favorables, si tenemos en cuenta que la oferta del Banco de Crédito Local no ha podido atender toda la demanda, sino que se sustituye o complementa con emisiones, y últimamente con un volumen importante de créditos de las cajas de ahorros y banca privada, habitualmente en condiciones menos favorables.

En efecto, las condiciones del crédito de la banca privada y cajas de ahorros son más gravosas que las del Banco de Crédito Local, no sólo en tipos de interés sino, especialmente, en plazos de amortización. Una proporción considerable de los préstamos es a menos de 5 años, y las emisiones, aunque se han hecho a plazos cada vez más largos, no han alcanzado nunca en promedio más de los 8-9 años. El tipo de interés efectivo para el emisor, aunque

GRAFICO 6

RELACION CARGA/PASIVOS FINANCIEROS DE LAS CORPORACIONES LOCALES



CUADRO N.° 7

EVOLUCION DE LA CARGA FINANCIERA EN LOS PRESUPUESTOS ORDINARIOS DE LAS CORPORACIONES LOCALES

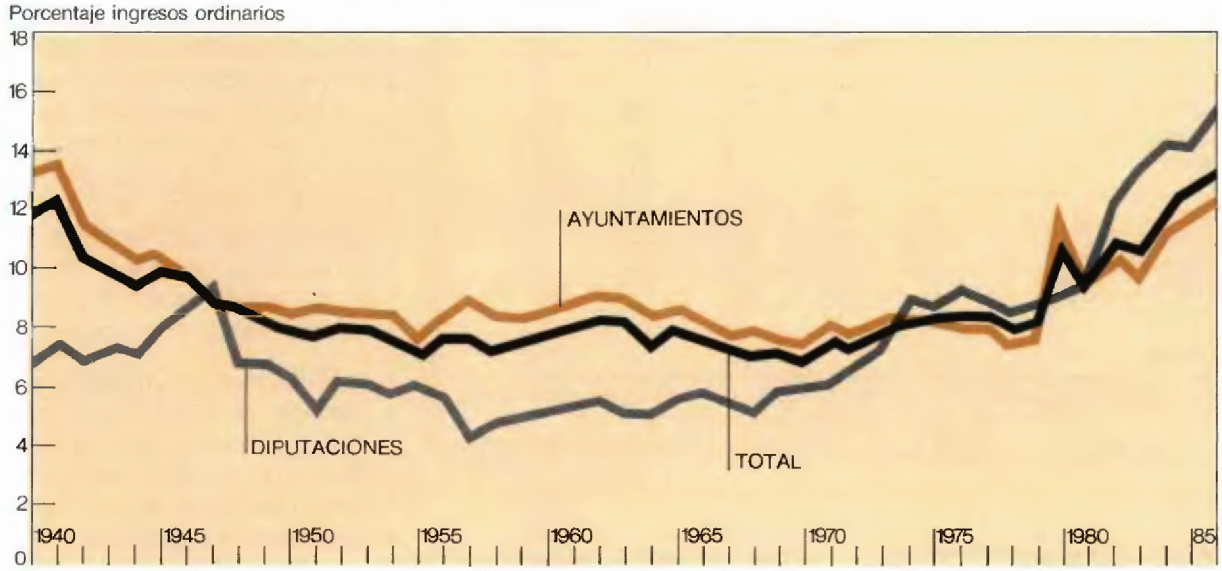
AÑO	PRESUPUESTOS			CARGA FINANCIERA					
	Ayuntamientos	Diputaciones	Suma	Ayuntamientos	% P	Diputaciones	% P	Suma	% P
1940	1.290,97	326,06	1.617,03	171,97	13,32	19,94	6,11	191,91	11,87
1941	1.397,92	375,82	1.773,74	189,12	13,53	28,00	7,45	217,12	12,24
1942	1.535,76	431,63	1.967,39	174,71	11,38	29,40	6,81	204,11	10,37
1943	1.663,23	480,89	2.144,12	177,43	10,67	34,59	7,19	212,02	9,89
1944	1.815,10	504,95	2.320,04	184,49	10,16	34,85	6,90	219,34	9,45
1945	1.989,58	573,67	2.563,26	205,39	10,32	45,28	7,89	250,66	9,78
1946	2.307,02	639,49	2.946,51	223,19	9,67	55,16	8,63	278,34	9,45
1947	2.516,44	722,78	3.239,22	219,20	8,71	66,37	9,18	285,56	8,82
1948	2.866,64	750,99	3.617,63			49,61	6,61		
1949	3.168,52	842,45	4.010,97			55,73	6,61		
1950	3.439,11	927,69	4.366,80	287,27	8,35	56,87	6,13	344,14	7,88
1951	3.824,47	1.091,26	4.915,73	325,61	8,51	52,40	4,80	378,00	7,69
1952	4.106,81	1.157,39	5.264,20	345,18	8,41	71,33	6,16	416,52	7,91
1953	4.903,50	1.326,53	6.230,03	408,80	8,34	80,42	6,06	489,22	7,85
1954	5.741,08	1.983,08	7.724,16	473,14	8,24	113,54	5,73	586,68	7,60
1955	6.462,97	2.357,13	8.820,11	473,99	7,33	141,25	5,99	615,24	6,98
1956	6.899,71	2.634,35	9.534,05	566,76	8,21	148,62	5,64	715,39	7,50
1957	7.968,59	2.886,38	10.854,97	697,74	8,76	120,38	4,17	818,12	7,54
1958	9.659,73	3.414,73	13.074,47	775,39	8,03	157,59	4,61	932,97	7,14
1959	10.702,06	3.627,52	14.329,58						
1960	11.204,71	3.706,16	14.910,86						
1961	11.862,19	4.008,70	15.870,89						
1962	12.974,71	4.508,92	17.483,64	1.175,62	9,06	240,64	5,34	1.416,26	8,10
1963	14.328,72	4.878,63	19.207,34	1.289,65	9,00	238,14	4,88	1.527,79	7,95
1964	17.713,06	5.840,25	23.553,31	1.421,60	8,03	281,49	4,82	1.703,09	7,23
1965	19.513,62	6.339,50	25.853,11	1.660,77	8,51	345,29	5,45	2.006,07	7,76
1966	21.596,26	7.465,41	29.061,67	1.764,32	8,17	419,64	5,62	2.183,97	7,51
1967	27.326,41	8.651,58	35.977,99	2.066,68	7,56	458,66	5,30	2.525,34	7,02
1968	29.476,97	9.557,17	39.034,14	2.286,21	7,76	467,17	4,89	2.753,38	7,05
1969	35.712,85	11.740,07	47.452,92	2.662,27	7,45	678,80	5,78	3.341,07	7,04
1970	44.642,21	14.328,50	58.970,71	3.212,16	7,20	835,57	5,83	4.047,73	6,86
1971	50.751,28	16.400,52	67.151,80	4.008,82	7,90	965,56	5,89	4.974,38	7,41
1972	57.284,65	18.719,97	76.004,61	4.363,30	7,62	1.235,92	6,60	5.599,22	7,37
1973	66.516,22	23.447,84	89.964,06	5.330,65	8,01	1.659,09	7,08	6.989,74	7,77
1974	80.211,57	29.113,56	109.325,13	6.711,00	8,37	2.530,90	8,69	9.241,90	8,45
1975	105.236,88	37.616,34	142.853,22	8.765,25	8,33	3.197,29	8,50	11.962,54	8,37
1976	133.584,20	48.125,70	181.709,90	10.881,49	8,15	4.423,33	9,19	15.304,92	8,42
1977	162.895,90	58.293,20	221.189,10	13.419,45	8,24	5.077,00	8,71	18.496,45	8,36
1978	196.427,70	76.635,33	273.063,03	15.090,80	7,68	6.399,20	8,35	21.490,00	7,87
1979	240.933,50	92.191,37	333.124,87	19.075,40	7,91	7.972,00	8,65	27.047,40	8,12
1980	317.579,00	126.974,90	444.553,90	36.174,40	11,39	11.462,20	9,03	47.636,60	10,72
1981	440.770,90	148.595,90	589.366,80	41.107,80	9,33	13.616,50	9,16	54.724,30	9,29
1982	544.029,60	156.108,90	700.138,50	57.041,60	10,49	19.153,10	12,27	76.194,70	10,88
1983	628.672,50	176.114,50	804.787,00	60.768,00	9,67	23.876,70	13,56	84.644,70	10,52
1984	744.913,50	213.130,20	958.043,70	82.834,20	11,12	30.390,20	14,26	113.224,40	11,82
1985	862.595,60	250.644,00	1.113.239,60	102.489,80	11,88	35.690,20	14,24	138.180,00	12,41
1986	982.210,60	276.634,30	1.258.844,90	121.746,20	12,40	42.752,50	15,45	164.498,70	13,07

Nota: Hasta 1979, presupuestos ordinarios. Desde 1980, ingresos corrientes presupuestados. Sólo diputaciones de régimen común.

Fuente: BCL. Departamento de Estudios. Elaborado con datos de presupuestos ordinarios de corporaciones locales, procedentes de organismos hoy integrados en el Ministerio para las Administraciones Públicas y estimaciones propias.

GRAFICO 7

RELACION CARGA FINANCIERA/INGRESOS ORDINARIOS DE LAS CORPORACIONES LOCALES



se ha ido reduciendo desde el promedio del 15,2 en las emisiones de 1983, se sitúa en 1986 en torno al 14 por 100.

Dado que la proporción de financiación procedente de banca privada y cajas se ha incrementado en los últimos años, es evidente que para el conjunto de los pasivos financieros de las corporaciones locales la deuda se ha ido haciendo cada vez más gravosa. El gráfico 6 pone de relieve la relación de la carga financiera presupuestada y liquidada, según las cuentas de las corporaciones locales, respecto de los pasivos financieros de las mismas. Se ve que, mientras en la década de los 70 la relación apenas superaba el 10 por 100 de sus pasivos (con reducciones en torno a 1978-79 y 1981-82 porque se han refinanciado moratorias, o se han atendido posteriormente con créditos de liquidación de deudas o saneamiento), llegó en 1985 a representar el 25 por 100, muy por encima del 16,1 por 100 que representaban las cuotas vencidas en dichos años sobre los saldos de las cuentas de crédito del Banco de Crédito Local a 31 de diciembre.

Es ésta la razón primordial de los fuertes crecimientos de la relación carga financiera/ingresos ordinarios que, según pone de relieve el cuadro n.° 7, se han producido en los últimos años para las corporaciones de régimen común, a pesar de haberse reducido sensiblemente la relación deuda/ingresos. En efecto, este *ratio* ha pasado para los ayuntamientos del intervalo 7-8 por 100 en que se habían situado los mínimos históricos del último medio siglo (años 1967-72) a un 12,4 por 100 previsto en los presupuestos de 1986.

Para las diputaciones de régimen común, el porcentaje alcanzado en este último año (15,45 por 100) es triple de sus mínimos históricos en las décadas de los 50 y los 60 y el mayor que hayan tenido nunca. Este incremento está vinculado a la colaboración en algunos programas estatales de ayudas como son los planes provinciales y, últimamente, los convenios con el INEM. No obstante, parte de estos incrementos de carga son reintegrados por el Estado como consecuencia de haber asumido éste la carga de las operaciones de crédito con las cajas de ahorros para suplir las insuficiencias de ingresos del recargo provincial sobre el ITE en 1980 (a diferencia de las restantes asumidas por el Estado, ésta se abona a través de las diputaciones, y figura por ello habitualmente en sus presupuestos). Otra parte de tales incrementos fue asumida por las diputaciones con la obligación de reintegro por parte de los ayun-

CUADRO N.° 8

RELACION ENTRE LA CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y LOS INGRESOS LOCALES CORRIENTES
(En porcentaje)

	1970	1975	1980	1983
España	2,9	3,3	5,7	7,4
Alemania	5,1	6,5	5,2	6,0
Francia	7,1	7,9	9,0	9,5
Italia	13,8	18,7	4,9	4,6
Bélgica	13,6	15,8	18,8	22,2
Holanda	17,2	16,2	15,9	15,4
Reino Unido	17,3	14,2	13,0	8,9
Irlanda	12,9	12,1	11,2	12,6 (*)
Dinamarca	3,7	2,2	1,9	1,6

(*) Año 1982.
Nota: Se toman como ingresos los corrientes efectivos, incluida la venta de bienes y servicios.
Fuente: Elaboración propia con datos de EUROSTAT, *General Government Accounts and Statistics 1970-1983*, e INE, *Contabilidad Nacional de España. Base 1980.*

tamientos. Quiere esto decir que una parte de tales incrementos es nominal. Hay que señalar también la incidencia de los sistemas recaudatorios establecidos por algunas diputaciones, con anticipo de los recursos cobrados a los ayuntamientos, que suponen incremento simultáneo de costes y productos financieros.

Es preciso observar que, incluso con las gravosas condiciones actuales de la deuda, la relación carga financiera/ingresos es hoy en los ayuntamientos inferior a la que se producía a principio de la década de los 40. Pero no lo sería sin la carga financiera asumida por el Estado, especialmente correspondiente a diversas operaciones de liquidación de deudas, insuficiencias de ingresos o saneamientos, que afectaron más intensamente a los ayuntamientos. Si estas cargas financieras no hubieran sido asumidas por el Estado, su relación con los ingresos de las corporaciones locales de régimen común en 1986 se hubiera incrementado en 2,7 puntos porcentuales.

Por otra parte, como pone de relieve el cuadro n.° 8, los costes de la financiación crediticia representan en España una menor proporción de los ingresos locales que en la mayoría de los países de la CEE.

III. CONSIDERACIONES FINALES

La información presentada pone de relieve cómo la situación patrimonial de las corporaciones locales es sana. A pesar de que los activos reales de las corporaciones locales se materializan preferentemente en infraestructuras y construcciones de una larga duración económica, que hacen razonable aplicar a su financiación el principio de *pay as you use*, es decir, la financiación a crédito, lo cierto es que la deuda que las generaciones y las corporaciones locales actuales entregan a las futuras no guarda relación con el capital fijo que asimismo les entregan. En efecto, toda la deuda viva de las corporaciones locales no alcanza el valor de la inversión que han realizado en los últimos tres años.

Cuestión distinta es que, por las condiciones imperantes en el mercado de capitales, esta deuda sea muy gravosa para las corporaciones locales. Ciertamente, cabe esperar que, según ha venido sucediendo ya en los años 1984 a 1986, estas condiciones continúen mejorando y se reconviertan aquellas deudas más gravosas, aligerando las presiones que ejercen sobre las haciendas municipales.

El Banco de Crédito Local ha iniciado ya a principios de este año la reducción de los tipos de interes de aquellos préstamos que había concedido a tasas más altas. Pero mucho más fuerte tiene que ser el impacto en las emisiones y en los créditos de la banca privada y cajas de ahorros, en condiciones generalmente más duras.

La cuestión está en si la baja de los tipos de interés será tan rápida como para permitir reconversiones masivas, o va a dar tiempo a la amortización de buena parte de los créditos vivos antes de que se materialice.

En cualquier caso, es evidente que, al reducirse la anualidad de los préstamos, las corporaciones locales van a poder acudir a mayores volúmenes de crédito sin un esfuerzo fiscal adicional.

ANEXO 1

PASIVOS FINANCIEROS DE AYUNTAMIENTOS 1986 (MILLONES DE PTAS.) (EXCLUIDA DEUDA CUYA CARGA HA SIDO ASUMIDA POR EL ESTADO)

CC. AA. (1986)	BCLE	Creditos en M.E.	Cajas	Bancos	Coope-rativas	Emision deuda	Total	Hasta 1 año	A mas 1 año
Andalucia	33.542,00	0,00	19.255,00	11.722,00	276,00	4.929,00	69.724,00	7.167,00	62.557,00
Aragón	4.026,00	0,00	4.179,00	192,00	75,00	5.112,00	13.584,00	765,00	12.819,00
Asturias	4.343,00	0,00	4.340,00	395,00	11,00	302,00	9.391,00	321,00	9.070,00
Baleares	3.010,00	0,00	713,00	70,00	0,00	2.079,00	5.872,00	15,00	5.857,00
Canarias	6.904,00	0,00	3.653,00	2.455,00	33,00	1.745,00	14.790,00	1.739,00	13.051,00
Cantabria	3.147,00	0,00	613,00	1.524,00	0,00	1.608,00	6.892,00	780,00	6.112,00
Castilla-La Mancha	8.044,00	0,00	1.830,00	366,00	290,00	2.578,00	13.108,00	561,00	12.547,00
Castilla-León	15.269,00	0,00	4.737,00	3.589,00	94,00	4.695,00	28.384,00	4.828,00	23.556,00
Cataluña	40.867,00	15.101,52	36.754,69	40.240,94	129,00	32.227,00	165.320,15	18.493,00	146.827,15
Comunidad Valenciana	17.607,00	0,00	7.194,00	3.852,00	788,00	13.716,00	43.157,00	1.355,00	41.802,00
Extremadura	2.706,00	0,00	1.248,00	239,00	4,00	600,00	4.797,00	568,00	4.229,00
Galicia	9.218,00	0,00	4.283,00	1.145,00	0,00	2.811,00	17.457,00	528,00	16.929,00
Madrid	17.768,00	6.611,50	5.206,08	5.942,24	0,00	24.709,00	60,236,82	1.015,00	59.221,82
Murcia	3.563,00	0,00	3.351,00	1.617,00	0,00	1.494,00	10.025,00	1.222,00	8.803,00
Navarra	4.265,00	0,00	3.956,00	329,00	632,00	1.763,00	10.945,00	484,00	10.461,00
Pais Vasco	8.066,00	0,00	21.799,00	168,00	1.859,00	6.468,00	38.360,00	844,00	37.516,00
La Rioja	1.541,00	0,00	1.395,00	6,00	0,00	479,00	3.421,00	60,00	3.361,00
Ceuta	475,00	0,00	260,00	0,00	0,00	0,00	735,00	3,00	732,00
Melilla	438,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	438,00	0,00	438,00
Desconcido	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	133,00	133,00	0,00	133,00
Total/plazos	184.799,00	21.713,02	124.766,18	73.852,18	4.191,00	107.448,00	516.769,97	40.748,00	476.021,97

PORCENTAJES

CC. AA. (1986)	BCLE	Creditos en M.E.	Cajas	Bancos	Coope-rativas	Emisión deuda	Total	Hasta 1 año	A más 1 año
Andalucia	48,11	0,00	27,62	16,81	0,40	7,07	100,00	10,28	89,72
Aragón	29,64	0,00	30,76	1,41	0,55	37,63	100,00	5,63	94,37
Asturias	46,25	0,00	46,21	4,21	0,12	3,22	100,00	3,42	96,58
Baleares	51,26	0,00	12,14	1,19	0,00	35,41	100,00	0,26	99,74
Canarias	46,68	0,00	24,70	16,60	0,22	11,80	100,00	11,76	88,24
Cantabria	45,66	0,00	8,89	22,11	0,00	23,33	100,00	11,32	88,68
Castilla-La Mancha	61,37	0,00	13,96	2,79	2,21	19,67	100,00	4,28	95,72
Castilla-León	53,79	0,00	16,69	12,64	0,33	16,54	100,00	17,01	82,99
Cataluña	24,72	9,13	22,23	24,34	0,08	19,49	100,00	11,19	88,81
Comunidad Valenciana	40,79	0,00	16,67	8,92	1,83	31,78	100,00	3,14	96,86
Extremadura	56,41	0,00	26,02	4,98	0,08	12,51	100,00	11,84	88,16
Galicia	52,80	0,00	24,53	6,56	0,00	16,10	100,00	3,02	96,98
Madrid	29,50	10,98	8,64	9,86	0,00	41,02	100,00	1,69	98,31
Murcia	35,54	0,00	33,43	16,13	0,00	14,90	100,00	12,19	87,81
Navarra	38,97	0,00	36,14	3,01	5,77	16,11	100,00	4,42	95,58
Pais Vasco	21,03	0,00	56,83	0,44	4,85	16,86	100,00	2,20	97,80
La Rioja	45,05	0,00	40,78	0,18	0,00	14,00	100,00	1,75	98,25
Ceuta	64,63	0,00	35,37	0,00	0,00	0,00	100,00	0,41	99,59
Melilla	100,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00	0,00	100,00
Desconcido	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00	100,00	0,00	100,00
Total/plazos	35,76	4,20	24,14	14,29	0,81	20,79	100,00	7,88	92,12

ANEXO 2

PASIVOS FINANCIEROS DE DIPUTACIONES 1986 (MILLONES DE PTAS.) (EXCLUIDA DEUDA CUYA CARGA HA SIDO ASUMIDA POR EL ESTADO)

CC. AA. (1986)	BCLE	Créditos en M.E.	Cajas	Bancos	Coope-rativas	Emisión deuda	Total	Hasta 1 año	A más 1 año
Andalucía	28.719,00	0,00	2.618,65	3.016,00	0,00	2.876,00	37.229,65	61,00	37.168,65
Aragón	4.642,00	0,00	165,48	0,00	1,00	0,00	4.808,48	24,00	4.784,48
Asturias	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Baleares	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Canarias	9.072,00	0,00	5.121,34	2.964,00	575,00	0,00	17.732,34	989,00	16.743,34
Cantabria	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Castilla-La Mancha	13.560,00	0,00	999,49	285,00	0,00	4.709,00	19.553,49	115,00	19.438,49
Castilla-León	24.307,00	0,00	976,78	827,00	24,00	1.455,00	27.589,78	193,00	27.396,78
Cataluña	9.285,00	0,00	3.455,29	230,00	71,00	1.838,00	14.879,29	6,00	14.873,29
Comunidad Valenciana	5.950,00	0,00	1.762,20	2,00	0,00	8.661,00	16.375,20	0,00	16.375,20
Extremadura	8.814,00	0,00	1.218,46	2,00	0,00	2.600,00	12.634,46	5,00	12.629,46
Galicia	15.651,00	0,00	719,30	282,00	15,00	545,00	17.212,30	218,00	16.994,30
Madrid	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Murcia	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Navarra	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
País Vasco	8.075,00	0,00	3.277,00	1.027,00	0,00	53.920,00	66.299,00	37.535,00	28.764,00
La Rioja	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ceuta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Melilla	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Desconcido	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total/plazos	128.075,00	0,00	20.313,99	8.635,00	686,00	76.604,00	234.313,99	39.146,00	195.167,99

PORCENTAJES

CC. AA. (1986)	BCLE	Créditos en M.E.	Cajas	Bancos	Coope-rativas	Emisión deuda	Total	Hasta 1 año	A más 1 año
Andalucía	77,14	0,00	7,03	8,10	0,00	7,73	100,00	0,16	99,84
Aragón	96,54	0,00	3,44	0,00	0,02	0,00	100,00	0,50	99,50
Asturias	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Baleares	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Canarias	51,16	0,00	28,88	16,72	3,24	0,00	100,00	5,58	94,42
Cantabria	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Castilla-La Mancha	69,35	0,00	5,11	1,46	0,00	24,10	100,00	0,59	99,41
Castilla-León	88,10	0,00	3,54	3,00	0,09	5,27	100,00	0,70	99,30
Cataluña	62,40	0,00	23,22	1,55	0,48	12,35	100,00	0,04	99,96
Comunidad Valenciana	36,34	0,00	10,76	0,01	0,00	52,89	100,00	0,00	100,00
Extremadura	69,76	0,00	9,64	0,02	0,00	20,58	100,00	0,04	99,96
Galicia	90,93	0,00	4,18	1,64	0,09	3,17	100,00	1,27	98,73
Madrid	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Murcia	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Navarra	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
País Vasco	12,18	0,00	4,94	1,55	0,00	81,33	100,00	56,61	43,39
La Rioja	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ceuta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Melilla	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Desconcido	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total/plazos	54,66	0,00	8,67	3,68	0,29	32,64	100,00	16,71	83,29

ANEXO 3

PASIVOS FINANCIEROS DE CC. LL. 1986 (MILLONES DE PTAS.)
(EXCLUIDA DEUDA CUYA CARGA HA SIDO ASUMIDA POR EL ESTADO)

CC. AA. (1986)	BCLE	Créditos en M.E.	Cajas	Bancos	Coope-rativas	Emisión deuda	Total	Hasta 1 año	A más 1 año
Andalucía	62.261,00	0,00	21.873,65	14.738,00	276,00	7.805,00	106.953,65	7.228,00	99.725,65
Aragón	8.668,00	0,00	4.344,48	192,00	76,00	5.112,00	18.392,48	789,00	17.603,48
Asturias	4.343,00	0,00	4.340,00	395,00	11,00	302,00	9.391,00	321,00	9.070,00
Baleares	3.010,00	0,00	713,00	70,00	0,00	2.079,00	5.872,00	15,00	5.857,00
Canarias	15.976,00	0,00	8.774,34	5.419,00	608,00	1.745,00	32.522,34	2.728,00	29.794,34
Cantabria	3.147,00	0,00	613,00	1.524,00	0,00	1.608,00	6.892,00	780,00	6.112,00
Castilla-La Mancha	21.604,00	0,00	2.829,49	651,00	290,00	7.287,00	32.661,49	676,00	31.985,49
Castilla-León	39.576,00	0,00	5.713,78	4.416,00	118,00	6.150,00	55.973,78	5.021,00	50.952,78
Cataluña	50.152,00	15.101,52	40.209,98	40.470,94	200,00	34.065,00	180.199,44	18.499,00	161.700,44
Comunidad Valenciana	23.557,00	0,00	8.956,20	3.854,00	788,00	22.377,00	59.532,20	1.355,00	58.177,20
Extremadura	11.520,00	0,00	2.466,46	241,00	4,00	3.200,00	17.431,46	573,00	16.858,46
Galicia	24.869,00	0,00	5.002,30	1.427,00	15,00	3.356,00	34.669,30	746,00	33.923,30
Madrid	17.768,00	6.611,50	5.206,08	5.942,24	0,00	24.709,00	10.025,00	1.015,00	59.221,82
Murcia	3.563,00	0,00	3.351,00	1.617,00	0,00	1.494,00	10.945,00	1.222,00	8.803,00
Navarra	4.265,00	0,00	25.076,00	329,00	632,00	1.763,00	104.659,00	484,00	10.461,00
País Vasco	16.141,00	0,00	1.395,00	1.195,00	1.859,00	60.388,00	3.421,00	38.379,00	66.280,00
La Rioja	1.541,00	0,00	260,00	6,00	0,00	479,00	735,00	60,00	3.361,00
Ceuta	475,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	438,00	3,00	732,00
Melilla	438,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	133,00	0,00	438,00
Desconcido	0,00	0,00		0,00	0,00	133.00		0,00	133,00
Total/plazos	312.874,00	21.713,02	145.080,76	82.487,18	4.877,00	184.052,00	751.083,96	79.894,00	671.189,96

PORCENTAJES

CC. AA. (1986)	BCLE	Créditos en M.E.	Cajas	Bancos	Coope-rativas	Emisión deuda	Total	Hasta 1 año	A más 1 año
Andalucía	58,21	0,00	20,45	13,78	0,26	7,30	100,00	6,76	93,24
Aragón	47,13	0,00	23,62	1,04	0,41	27,79	100,00	4,29	95,71
Asturias	46,25	0,00	46,21	4,21	0,12	3,22	100,00	3,42	96,58
Baleares	51,26	0,00	12,14	1,19	0,00	35,41	100,00	0,26	99,74
Canarias	49,12	0,00	26,98	16,66	1,87	5,37	100,00	8,39	91,61
Cantabria	45,66	0,00	8,89	22,11	0,00	23,33	100,00	11,32	88,68
Castilla-La Mancha	66,15	0,00	8,66	2,00	0,88	22,31	100,00	2,07	97,93
Castilla-León	70,70	0,00	10,21	7,89	0,21	10,99	100,00	8,97	91,03
Cataluña	27,83	8,38	22,31	22,46	0,11	18,90	100,00	10,27	89,73
Comunidad Valenciana	39,56	0,00	15,04	6,47	1,32	37,60	100,00	2,28	97,72
Extremadura	66,09	0,00	14,15	1,38	0,02	18,36	100,00	3,29	96,71
Galicia	71,73	0,00	14,43	4,12	0,04	9,68	100,00	2,15	97,85
Madrid	29,50	10,98	8,64	9,86	0,00	41,02	100,00	1,69	98,31
Murcia	35,54	0,00	33,43	16,13	0,00	14,90	100,00	12,19	87,81
Navarra	38,97	0,00	36,14	3,01	5,77	16,11	100,00	4,42	95,58
País Vasco	15,42	0,00	23,96	1,14	1,78	57,70	100,00	36,67	63,33
La Rioja	45,05	0,00	40,78	0,18	0,00	14,00	100,00	1,75	98,25
Ceuta	64,63	0,00	35,37	0,00	0,00	0,00	100,00	0,41	99,59
Melilla	100,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00	0,00	100,00
Desconcido	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00	100,00	0,00	100,00
Total/plazos	41,66	2,89	19,32	10,98	0,65	24,50	100,00	10,64	89,36

EL ENDEUDAMIENTO DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS

Alfonso ORTUÑO SALAZAR

EL MARCO LEGAL

EL producto del endeudamiento figura entre los recursos que la Constitución reconoce a las comunidades autónomas. Esta fuente de ingresos está regulada por la Ley de Financiación de las Comunidades Autónomas (LOFCA), que determina las características y los requisitos que ha de cumplir.

En cuanto a las características, la LOFCA efectúa la distinción entre las operaciones por plazo inferior al año y las que tienen un período superior de amortización. Las primeras han de ser destinadas a hacer frente a las necesidades transitorias de las tesorerías de las comunidades autónomas, es decir, su objetivo es el de cubrir los desfases temporales entre el cobro de los derechos que integran sus haciendas y el pago de las obligaciones.

Las operaciones de endeudamiento por plazo superior a un año han de destinarse necesariamente a financiar gastos de inversión de las comunidades autónomas, y, adicionalmente, han de ajustarse al límite máximo que resulte de una carga financiera anual por amortización e intereses que no puede ser superior al 25 por 100 de los ingresos corrientes.

Desde la perspectiva del tipo de operación, la LOFCA efectúa una distinción entre el crédito exterior y las emisiones de deuda pública, por un lado, y el crédito interior, por otro. Las primeras requieren autorización del Estado, extremo que no se precisa para las operaciones de crédito interior.

El marco legal expuesto está supeditado al principio de coordinación entre las diferentes comunidades autónomas y entre estas y la Administración central del Estado. La LOFCA otorga la competencia de articular la coordinación de las diferentes políticas de endeudamiento al Consejo de Política Fiscal y Financiera, órgano colegiado de caracter consultivo y deliberante, creado por la citada ley orgánica e integrado por representantes de las administraciones de las comunidades autónomas y de la Administración central. Este Consejo no tiene carácter ejecutivo, por lo que sus acuerdos revisten necesariamente la forma de recomendaciones a seguir por las administraciones afectadas.

LA COORDINACION DE LAS POLITICAS DE ENDEUDAMIENTO

El Consejo de Política Fiscal y Financiera se ha ocupado del tema del endeudamiento desde sus primeras reuniones. En noviembre de 1981 se constituyó un grupo de trabajo sobre esta cuestión, que ha producido varios documentos en los que se recogen las posiciones de las partes. No obstante, y hasta la fecha, el Consejo no ha acordado una recomendación de caracter general sobre la política de endeudamiento.

Recientemente, la Dirección General de Coordinación con las Haciendas Territoriales, del Ministerio de Economía y Hacienda, ha publicado las actuaciones del Consejo de Política Fiscal y Financiera desde su constitución hasta enero de 1987. En materia de endeudamiento, se observa un tratamiento que ha de calificarse de tangencial con la problemática de fondo de las comunidades autónomas, al ser ajeno al método de financiación de los servicios traspasados por la Administración central del Estado.

La afirmación efectuada se justifica por los hechos recogidos en la citada publicación:

1. Las recomendaciones aprobadas por el Consejo se refieren especialmente a las emisiones de deuda pública de las comunidades, y en concreto a las características que han de revestir a efectos de la preceptiva autorización del Estado que establece la LOFCA. Las referencias a otras fórmulas de endeudamiento son de caracter secundario, y se detecta como motor de tales recomendaciones la preocupación por la competencia entre las emisiones de las diferentes administraciones.

Así, los extremos a los que se refieren las recomendaciones son el de la banda de fluctuación de los tipos respecto a la deuda pública del Estado, los plazos de amortización y el momento temporal de la emisión.

2. Las recomendaciones tienen valor anual y dejan de aprobarse a partir de 1985. En ese año estaba prevista la adopción por el Consejo de unos criterios generales, a partir de la propuesta del grupo de trabajo creado en 1981. Tal aprobación todavía no se ha producido y, a la vista de las discrepancias existentes respecto al documento base por parte de las diferentes administra-

ciones, parece difícil que pueda producirse una recomendación aceptada por las diferentes partes.

La dificultad de articular la coordinación de la política de endeudamiento radica, a mi juicio, en la imposibilidad de considerar el producto de las operaciones de crédito y de las emisiones como un recurso ajeno al sistema de financiación de las comunidades autónomas. Desde esta perspectiva, no es de extrañar que una de las discrepancias más significativas entre la Administración central y la mayoría de comunidades autónomas radique en la inconveniencia de establecer un límite general de endeudamiento, adicional al incluido en la LOFCA.

SISTEMA DE FINANCIACION

El sistema de financiación de los servicios traspasados a las comunidades autónomas se ha asentado, hasta 1986, en la garantía de cobertura del coste efectivo de los servicios trapasados. El Consejo de Política Fiscal y Financiera entendió que el concepto de coste efectivo no incluía la inversión destinada a la ampliación de tales servicios, limitándose a considerar, además de los gastos de funcionamiento, los gastos de reposición. Este hecho recondujo la financiación de las inversiones nuevas hacia el Fondo de Compensación Interterritorial que, por su definición constitucional y, consecuentemente, por la ley reguladora del mismo, tiene una clara finalidad de correción de desequilibrios económicos entre los diferentes territorios del Estado.

Este esquema desvincula los recursos puestos a disposición de las diferentes comunidades para atender las nuevas inversiones de la financiación de los servicios traspasados y, en consecuencia, del déficit de equipamientos que estos arrastraban en un espacio territorial concreto, ya que los parámetros utilizados para distribuir el Fondo de Compensación se asientan en variables redistributivas no relacionadas con tales servicios.

Es evidente que una comunidad situada en un nivel de renta por encima de la media del Estado, con un volumen alto de recursos traspasados por la Administración central y con necesidad de ampliar el *stock* del capital público afecto a los servicios únicamente puede encontrar recursos financieros por la vía del aumento de la presión fiscal en su territorio y/o mediante el producto del endeudamiento, ya que el sistema de financiación aplicado excluía la aportación de medios para la financiación de nuevas inversiones.

El análisis del Fondo articulado en 1986 prueba la perversión del sistema. En ese año, la relación porcentual entre el FCI y el coste efectivo de los servicios traspasados para las comunidades con niveles equivalentes de competencias varió entre el 29,48 por 100 de Andalucía y el 9,59 por 100 de Valencia. En el nuevo sistema de financiación continúa la disparidad entre las comunidades, y en 1987 los porcentajes para las comunidades citadas se sitúan en el 15,01 y el 7,62.

Por otra parte, la vinculación de un fondo exclusivamente redistributivo a la inversión nueva de los servicios traspasados ha producido situaciones disfuncionales respecto a los niveles competenciales. Así, el FCI correspondiente a Cataluña en 1985 ascendió a 14.739 millones de pesetas, y en 1986, una vez asumidos los servicios en materia de educación universitaria, se vio reducido a 13.516 millones.

La capacidad tributaria de las comunidades autónomas que se deriva de la LOFCA está limitada a actuaciones que se circunscriben a las tasas fiscales y parafiscales, ya que la vía del recargo sobre impuestos estatales plantea problemas de instrumentación legal, aún por resolver, y la imposición propia está sometida a fuertes limitaciones, por lo que los recursos que de tal capacidad podrían derivarse no pueden ser especialmente relevantes. Esta consideración deja a la comunidades autónomas sin una clara alternativa en el momento de decidir la forma de obtener recursos adicionales para sus gastos de inversión, por lo que se ven abocadas al endeudamiento.

EL METODO DE FINANCIACION PARA EL QUINQUENIO 1987-1991

En noviembre de 1986 el Consejo de Política Fiscal y Financiera aprobó el método de financiación de los servicios traspasados para el quinquenio 1987-1991. Este nuevo método integra una parte del Fondo de Compensación en el sistema de financiación, concretamente el 25 por 100 del fondo correspondiente a 1986, permitiendo un mayor margen de maniobra financiera a las comunidades.

En el nuevo sistema de financiación, las comunidades autónomas han aumentado el volumen de recursos que perciben de la Administración central del Estado, o, en el peor de los casos, han mantenido un nivel similar al que venían percibiendo. Esto es así porque el aumento de los recursos a distribuir y la alta ponderación del índice de población como criterio de distribución se han conjugado con la restricción de que ninguna

comunidad vería reducido el nivel de ingresos existente en 1986.

No obstante, los mayores ingresos puestos a disposición de las comunidades autónomas están hipotecados a la evolución de los gastos corrientes de los servicios traspasados por la Administración central del Estado, que, en su gran mayoría, tienen la consideración de básicos para los ciudadanos. Y esta evolución es creciente, en especial para las comunidades que tienen traspasadas las competencias en materia de educación. Los últimos acontecimientos avalan esta consideración: supresión de las tasas académicas en las enseñanzas medias, mejora en la calidad de los servicios correspondientes a estos niveles y adecuación de retribuciones del personal docente.

Por otra parte, determinadas inversiones requieren unos gastos de puesta en funcionamiento que deben ser financiados con el producto del sistema de financiación.

Ante las circunstancias expuestas, no cabe sino afirmar que las comunidades autónomas continuarán recurriendo al producto del endeudamiento para financiar parte de sus inversiones. Y esto porque, si bien el nuevo sistema de financiación ha otorgado a las comunidades mayor autonomía en sus decisiones de gasto, no se han alterado los ejes sobre los que se articula la financiación de la organización territorial del Estado:

a) Una responsabilidad fiscal de las comunidades ceñida a tributos de reducida elasticidad y de capacidad recaudatoria limitada: transmisiones patrimoniales, sucesiones, patrimonio y tasa sobre el juego.

Por otra parte, los tributos estatales cedidos a las comunidades tienen un peso específico reducido en el conjunto del sistema de financiación. Así, para Andalucía y Galicia, los ingresos tributarios se sitúan en torno al 13 por 100 de los recursos. Para Valencia y Cataluña, que son las comunidades de nivel de renta más alto con tributos cedidos, en el 30 por 100.

b) El producto del porcentaje de participación de los ingresos del Estado deberá ser suficiente para asegurar que los recursos de las comunidades evolucionen a un ritmo equivalente al de los gastos en que incurra la Administración central del Estado en los servicios equivalentes a los traspasados a las comunidades. Esta articulación es, evidentemente, una garantía de suficiencia para éstas, pero plantea problemas de periodificación que pueden producir desfases de tesorería para las comunidades si se entiende tal garantía como aplicable en el momento de la liquidación de los presupuestos generales del Estado, y no en el de la toma de decisiones de gasto por parte de la Administración central.

El aumento de retribuciones de los funcionarios docentes por encima del inicialmente reglado es un claro ejemplo ante el que las comunidades autónomas pueden verse abocadas a la formalización de operaciones de crédito por plazo inferior al año, a fin de hacer frente a las nóminas mensuales. Es evidente que actuaciones de este tipo no pueden esperar para ponerse en práctica al momento de la liquidación anual del sistema.

La aleatoriedad del producto del porcentaje, en cuanto que su volumen puede depender de las decisiones de gasto de otra administración, plantea un verdadero interrogante de futuro sobre la validez de su formulación.

c) El mantenimiento del Fondo de Compensación Interterritorial como fuente de financiación de la mayor parte de la inversión nueva de todas la comunidades autónomas supone, para las comunidades autónomas de nivel alto de renta, la necesidad de acudir al endeudamiento en la medida en la que la evolución del gasto corriente y del de reposición no permita liberar recursos de las dos fuentes de ingresos anteriormente citadas.

Las comunidades autónomas con niveles de renta inferiores a la media estatal percibieron con el nuevo sistema de financiación menores recursos con cargo al Fondo, ya que éste se ha reducido hasta el 30 por 100 de la inversión pública. Esta circunstancia, que para Galicia significa pasar de 18.201 millones en 1986 a 13.493 en 1987, y para Andalucía de 50.299 a 35.771 también para esos años, les obligará a recabar del mercado financiero recursos externos para remontar sus déficit de equipamientos, ya que también están sometidas a un proceso creciente del gasto corriente, acelerado por el coste de puesta en funcionamiento de las inversiones.

La rápida exposición de los sistemas de financiación que se han aplicado a las comunidades y de las normas en materia de operaciones financieras que recoge la Ley Orgánica de Financiación de las Comunidades Autónomas ha permitido afirmar que éstas están habilitadas para recurrir al endeudamiento y que, en determinadas circunstancias, están obligadas a utilizar esa fuente de recursos. Por ello, es de especial interés analizar los presupuestos de estas administraciones públicas y, en concreto, las fuentes de financiación utilizadas para hacer frente a las inversiones incluidas en los mismos.

Las inversiones presupuestadas por las comunidades autónomas a lo largo del período que va de 1982 a 1987 ascienden a unos 2.062 miles de millones de pesetas, de los que el 23,6 por 100, es decir, 487.000 millones, fueron financiados mediante el producto del endeudamiento, y el resto: a través del Fondo de Compensación Interterritorial, 27 por 100; ingresos de las comunidades por transferencias de capital de la Administración central, 17 por 100, y por ingresos corrientes, 33 por 100.

En el cuadro n.° 1 se especifica la inversión presupuestada en cada uno de los años y las fuentes de financiación para cada uno de ellos.

Los extremos más significativos a resaltar se refieren al cambio de tendencia que experimentan las fuentes de financiación en 1987 respecto a 1986, consecuencia del nuevo sistema de financiación:

1. En 1986, frente a un crecimiento de la inversión del 14 por 100 respecto al año anterior, el producto del endeudamiento se incrementa en un 30 por 100.

Por el contrario, el Fondo de Compensación Interterritorial experimenta un aumento del 4 por 100 y los ingresos corrientes destinados a financiar las inversiones se reducen en un 9 por 100.

Ante esta situación, se manifiesta con claridad la necesidad de la modificación del sistema de financiación.

Este esquema se agudiza cuando se toma como referencia una comunidad autónoma de nivel de renta alto respecto al resto de comunidades sometidas al régimen común de financiación. Así, en 1986, la Generalidad de Cataluña incrementó sus inversiones en un 3 por 100, y para atenderlas contaba con un Fondo de Compensación Interterritorial reducido en un 20 por 100 respecto al de 1985, por lo que, pese al aumento de ingresos por transferencias de capital, consecuencia del traspaso de los servicios del IPPV, el endeudamiento tuvo que crecer en un 4 por 100 respecto al del año anterior.

2. En 1987 la inversión de las comunidades se incrementa en un 19 por 100. Para hacer frente a este gasto de capital el endeudamiento aumentó en un 3 por 100. La contención en el ritmo ha sido posible por la mayor parte de ingresos corrientes que han podido destinarse a gastos de capital, que han aumentado en más de un 90 por 100.

En el caso de la Generalidad de Cataluña, la inversión crece en 1987 en un 14 por 100, y el endeudamiento se ha reducido en más del 40 por 100, al poder destinarse mayor ingreso corriente para financiar estos gastos.

En resumen, puede afirmarse que los niveles de endeudamiento

CUADRO N.° 1

INVERSION Y FUENTES DE FINANCIACION DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS
(en miles de millones de pesetas) 1982-1987

	1982	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*	*1987*	*TOTAL*
I. INVERSION (I)	93	151	342	421	482	574	2.063
I.1 Inversiones reales	63	97	257	278	310	376	
I.2 Transferencias capital	26	47	69	129	157	182	
I.3 Activos financieros	4	8	16	15	15	16	
II. FONDO COMPENSACION INTERTERRITORIAL (FCI)							
II.1 Importe	2	12	128	152	158	124	576
II.2 FCI/I*100	2	8	37	36	33	22	28
III. INGRESOS TRANSFERENCIAS CAPITAL (ITC)							
III.1 Importe	39	45	70	38	75	85	352
III.2 ITC/I*100	42	30	21	9	16	15	17
IV. PRODUCTO DEL ENDEUDAMIENTO (IF)							
IV.1 Importe	20	43	70	97	127	130	487
IV.2 IF/I*100	22	28	20	23	26	23	24
V. INGRESOS CORRIENTES (IC)							
V.1 Importe (1-II-.1-III.1-IV.1)	31	51	74	134	122	234	646
V.2 IC/I*100	33	33	22	32	25	41	31

que precisan el conjunto de las comunidades para atender sus gastos de inversión se ha visto contenido en 1987, y que éstos pueden atenderse en mayor medida que en 1986 con los ingresos corrientes que les proporciona el sistema de financiación.

En anexo a este trabajo se incluyen los cuadros de gastos de inversión y de financiación de cada una de las comunidades autónomas para el período 1982-1987. Las consideraciones anteriores son válidas con caracter general, si bien el aumento interanual de los gastos de inversión de alguna de ellas las ha obligado a aumentar sus niveles de endeudamiento, pese a considerables aumentos en los ingresos corrientes. En concreto, Andalucía aumenta en un 33 por 100 la inversión y, pese a que los ingresos corrientes destinados a capital se incrementan en un 186 por 100 (de 15.000 millones a 43.000), precisa de un endeudamiento superior en un 50 por 100 al de 1986. Igual circunstancia ocurre en Galicia, que aumenta la inversión en un 59 por 100, para lo cual, pese a un aumento de ingresos corrientes del 188 por 100, precisa incrementar el endeudamiento en un 200 por 100.

Es evidente que tales actuaciones no sólo se producen por el fuerte aumento de la inversión prevista. Es preciso conjugar este hecho con la reducción que en el nuevo sistema de financiación experimenta el Fondo de Compensación Interterritorial. Reducción que afecta en medida proporcionalmente superior a las comunidades más beneficiadas en su distribución.

En el análisis efectuado se detectan una serie de contradicciones que radican en el propio sistema de financiación aplicado:

a) El sistema aporta mayores recursos, pero para mantener la inversión las comunidades precisan del producto del endeudamiento.

b) La reducción del Fondo de Compensación Interterritorial, y la integración de la diferencia como financiación incondicionada para las comunidades, ha supuesto que las de régimen común, con nivel de renta alto, reduzcan o mantengan el nivel de endeudamiento para financiar sus inversiones; por el contrario, las de nivel más bajo de renta han tenido que elevar ese nivel.

CORRESPONSABILIZACION FISCAL Y ENDEUDAMIENTO

Estos hechos nos indican que el camino de la financiación autonómica no está concluido. Las comunidades deben contar con mecanismos que les permitan obtener mayores recursos asumiendo el coste de sus decisiones ante los ciudadanos, la vía de la corresponsabilización fiscal de las comunidades está todavía por desarrollar.

La corresponsabilidad entre comunidades y Estado tiene como finalidad conseguir el máximo nivel posible de eficiencia en la gestión de los recursos fiscales mediante la correspondencia entre el área geográfica en la que se recaudan éstos y la que se beneficia de los servicios.

Esta forma de actuar permite que los ciudadanos perciban los costes y los beneficios de los programas que les proponen los gobiernos que eligen periódicamente, y su articulación requiere la ampliación de las figuras tributarias susceptibles de cesión a las comunidades autónomas y la creación de un fondo de reserva cero que asegure la compensación entre las comunidades con diferente nivel de capacidad tributaria.

ANEXO

GASTOS DE INVERSION Y DE FINANCIACION DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS PARA EL PERIODO 1982-1987

CUADRO A

INVERSION Y FUENTES DE FINANCIACION AÑO 1987

(millones de pesetas)

	Andalucía	*Aragón*	*Asturias*	*(P) Baleares*	*Canarias*	*Cantabria*	*Castilla-L*	*Castilla-M*	*Cataluña*
I. INVERSION (I)	117.737,6	20.558,9	19.358,5	7.717,6	30.789,9	10.838,6	33.488,4	24.316,9	60.702,9
I.1 Inversiones reales	76.132,0	14.805,3	15.385,3	6.941,0	25.167,6	8.629,9	24.260,6	20.944,8	36.966,9
I.2 Transferencias capital	37.652,9	4.178,8	3.648,2	744,1	5.368,3	2.123,2	8.111,5	2.941,4	23.613,5
I.3 Activos financieros	3.952,7	1.574,5	325,0	32,5	254,0	85,5	1.116,3	430,7	122,5
II. FONDO COMPENSACION INTERTERRITORIAL (FCI)									
II.1 Importe	35.771,4	2.343,9	2.638,3	988,3	6.901,1	1.003,6	9.640,6	8.079,4	10.044,7
II.2 FCI/I*100	30,38	11,40	13,63	12,81	22,41	9,26	28,79	33,23	16,55
III. INGRESOS TRANSFERENCIAS CAPITAL (ITC)									
III.1 Importe	17.385,7	17.671,0	2.564,3	3.663,0	2.734,5	2.328,3	3.058,5	6.191,2	8.462,3
III.2 ITC/I*100	14,77	85,95	13,25	47,46	8,88	21,48	9,13	25,46	13,94
IV. PRODUCTO DEL ENDEUDAMIENTO (IF)									
IV.1 Importe total	21.343,0	2.329,0	2.965,0	0,0	4.200,0	3.728,5	6.500,0	1.500,0	15.000,0
IV.2 IF/I*100	18,13	11,33	15,32	0,00	13,64	34,40	19,41	6,17	24,71
V. INGRESOS CORRIENTES (IC)									
V.1 Importe (I-II.1-III.1-IV.1)	43.237,5	(1.785,0)	11.190,9	3.066,3	16.954,3	3.778,2	14.289,3	8.546,3	27.195,9
V.2 IC/I*100	36,72	—8,68	57,81	39,73	55,06	34,86	42,67	35,15	44,80

	Valencia	*Extremadura*	*(P) Galicia*	*Madrid*	*Murcia*	*Rioja*	*Navarra*	*(P) País Vasco*	*Total CCAA*
I. INVERSION (I)	32.310,0	22.912,0	51.419,6	43.116,7	12.170,5	5.135,2	31.754,2	49.978,3	574.305,8
I.1 Inversiones reales	24.356,0	20.306,0	35.607,0	20.957,9	8.855,9	3.352,4	13.059,9	20.452,8	376.181,6
I.2 Transferencias capital	7.472,0	2.279,9	15.397,6	21.996,8	2.683,6	1.393,7	14.104,9	28.499,5	182.210,0
I.3 Activos financieros	482,0	326,1	415,0	162,0	631,0	389,1	4.589,4	1.026,0	15.914,3
II. FONDO COMPENSACION INTERTERRITORIAL (FCI)									
II.1 Importe	8.026,0	9.548,1	13.492,7	6.575,9	2.292,4	397,7	512,0	6.195,4	124.451,5
II.2 FCI/I*100	24,84	41,67	26,24	15,25	18,84	7,74	1,61	12,40	21,67
III. INGRESOS TRANSFERENCIAS CAPITAL (ITC)									
III.1 Importe	2.352,1	5.810,6	3.654,1	571,5	2.535,4	171,7	1.107,7	4.659,6	84.921,6
III.2 ITC/I*100	7,28	25,36	7,11	1,33	20,83	3,34	3,49	9,32	14,79
IV. PRODUCTO DEL ENDEUDAMIENTO (IF)									
IV.1 Importe total	8.575,0	112,5	15.000,0	18.587,8	4.294,4	3.246,2	4.250,0	18.800,0	130.431,4
IV.2 IF/I*100	26,54	0,49	29,17	43,11	35,29	63,21	13,38	37,62	22,71
V. INGRESOS CORRIENTES (IC)									
V.1 Importe (I-II.1-III.1-IV.1)	13.356,9	7.440,8	19.272,8	17.381,5	3.048,3	1.319,6	25.884,5	20.323,2	234.501,3
V.2 IC/I*100	41,34	32,48	37,48	40,31	25,05	25,70	81,52	40,66	40,83

(*) En la previsión de transferencias de capital de Castilla-La Mancha —tanto de ingresos como de gastos— se han excluido las dotaciones del Fondo Nacional de Cooperación Municipal, ya que ésta es la única Comunidad que las incluye en su Presupuesto, en concepto de transferencias de capital.

(*) En el caso de Cataluña se han excluido de las transferencias de capital —tanto de ingresos como de gastos— las partidas correspondientes a la S. Social.

(*) En el caso de Andalucía se han excluido del capítulo de inversiones reales y del de transferencias de capital las partidas correspondientes a la S. Social.

CUADRO B

INVERSION Y FUENTES DE FINANCIACION AÑO 1986
(millones de pesetas)

	Andalucía	*Aragón*	*Asturias*	*Baleares*	*Canarias*	*Cantabria*	*Castilla-L*	*Castilla-M*	*Cataluña*
I. INVERSION (I)	88.736,3	16.524,3	16.788,6	5.598,0	24.299,9	9.907,4	28.429,6	17.378,8	53.264,6
I.1 Inversiones reales	55.273,3	12.833,2	13.870,8	5.002,7	10.530,0	8.006,9	20.210,5	16.025,7	20.453,4
I.2 Transferencias capital	29.131,0	2.553,3	2.662,8	577,6	4.441,2	1.567,0	7.768,3	1.323,1	22.481,4
I.3 Activos financieros	4.332,0	1.137,0	255,0	17,6	328,7	333,5	450,8	30,0	329,8
II. FONDO COMPENSACION INTERTERRITORIAL (FCI)									
II.1 Importe	50.299,0	3.476,0	3.139,0	1.304,0	7.112,0	1.377,0	11.390,0	11.259,0	12.200,0
II.2 FCI/I*100	56,68	21,04	18,70	23,29	29,27	13,90	40,06	64,79	22,90
III. INGRESOS TRANSFERENCIAS CAPITAL (ITC)									
III.1 Importe	8.639,2	6.785,1	3.385,0	1.763,0	5.326,9	2.617,8	3.670,9	1.135,0	12.505,0
III.2 ITC/I*100	9,74	41,06	20,16	31,49	21,92	26,42	12,91	6,53	23,48
IV. PRODUCTO DEL ENDEUDAMIENTO (IF)									
IV.1 Importe total	14.255,0	1.620,0	2.000,0	871,4	10.000,0	3.803,7	4.500,0	1.000,0	26.964,5
IV.2 IF/I*100	16,06	9,80	11,91	15,57	41,15	38,39	15,83	5,75	50,62
V. INGRESOS CORRIENTES (IC)									
V.1 Importe (I-II.1-III.1-IV.1)	15.543,1	4.643,2	8.264,6	1.659,5	1.861,0	2.108,9	8.868,7	3.984,8	1.595,1
V.2 IC/I*100	17,52	28,10	49,23	29,65	7,66	21,29	31,20	22,93	2,99

	Valencia	*Extremadura*	*Galicia*	*Madrid*	*Murcia*	*Rioja*	*Navarra*	*País Vasco*	*Total CCAA*
I. INVERSION (I)	30.538,1	18.594,7	32.723,8	40.804,5	11.373,6	4.086,3	28.475,5	53.983,4	481.507,3
I.1 Inversiones reales	21.808,2	16.541,5	26.340,9	19.435,3	7.812,1	3.045,2	12.416,8	21.460,4	310.067,0
I.2 Transferencias capital	8.096,7	1.668,7	6.033,7	21.298,4	3.041,0	1.037,6	12.878,5	30.351,8	156.912,1
I.3 Activos financieros	633,2	384,5	349,1	70,8	520,5	3,5	3.180,2	2.171,2	14.528,3
II. FONDO COMPENSACION INTERTERRITORIAL (FCI)									
7.607,0	13.942,0	18.201,0	7.311,0	3.304,0	571,0	10,0	5.969,0	158.471,0	
II.2 FCI/I*100	24,91	74,98	55,62	17,92	29,05	13,97	0,04	11,06	32,91
III. INGRESOS TRANSFERENCIAS CAPITAL (ITC)									
III.1 Importe	10.471,2	2.037,2	3.031,1	8.961,9	664,8	179,1	1.108,3	2.427,6	74.709,1
III.2 ITC/I*100	34,29	10,96	9,26	21,96	5,85	4,38	3,89	4,50	15,52
IV. PRODUCTO DEL ENDEUDAMIENTO (IF)									
IV.1 Importe total	7.775,0	0,0	4.800,0	18.687,5	6.123,9	2.856,7	6.708,8	14.650,0	126.616,5
IV.2 IF/I*100	25,46	0,00	14,67	45,80	53,84	69,91	23,56	27,14	26,30
V. INGRESOS CORRIENTES (IC)									
V.1 Importe (I-II.1-III.1-IV.1)	4.684,9	2.615,5	6.691,7	5.844,1	1.280,9	479,5	20.648,4	30.936,8	121.710,7
V.2 IC/I*100	15,34	14,07	20,45	14,32	11,26	11,73	72,51	57,31	25,28

(*) En la previsión de transferencias de capital de Castilla-La Mancha —tanto de ingresos como de gastos— se han excluido las dotaciones del Fondo Nacional de Cooperación Municipal, ya que ésta es la única Comunidad que las incluye en su Presupuesto, en concepto de transferencias de capital.

(*) En el caso de Cataluña se han excluido de las transferencias de capital —tanto de ingresos como de gastos— las partidas correspondientes a la S. Social.

(*) En el caso de Andalucía se han excluido del capítulo de inversiones reales y del de transferencias de capital las partidas correspondientes a la S. Social.

CUADRO C

INVERSION Y FUENTES DE FINANCIACION AÑO 1985
(millones de pesetas)

	Andalucía	*Aragón*	*Asturias*	*Baleares*	*Canarias*	*Cantabria*	*Castilla-L*	*Castilla-M*	*Cataluña*
I. INVERSION (I)	83.370,4	11.997,0	13.974,4	5.192,7	22.701,3	7.887,1	26.101,8	15.931,2	51.876,5
I.1 Inversiones reales	58.162,9	7.618,1	11.819,4	4.553,9	19.599,8	6.808,4	18.299,2	13.648,6	32.403,7
I.2 Transferencias capital	23.432,5	2.373,3	1.745,0	585,3	3.842,7	761,2	7.823,9	2.267,6	19.099,5
I.3 Activos financieros	1.775,0	2.008,0	410,0	53,5	258,8	317,5	173,7	15,0	373,3
II. FONDO COMPENSACION INTERTERRITORIAL (FCI)									
II.1 Importe	51.901,0	2.882,0	3.213,0	1.023,0	6.449,0	1.317,0	10.884,0	8.862,0	15.301,0
II.2 FCI/I*100	62,25	24,02	22,99	19,70	28,41	16,70	41,70	55,63	29,50
III. INGRESOS TRANSFERENCIAS CAPITAL (ITC)									
III.1 Importe	1.257,4	2.855,1	7.453,9	1.154,7	2.392,2	2.178,2	4.052,3	400,1	900,0
III.2 ITC/I*100	1,51	23,80	53,34	22,24	10,54	27,62	15,52	2,51	1,73
IV. PRODUCTO DEL ENDEUDAMIENTO (IF)									
IV.1 Importe total	12.750,0	2.152,9	1.215,1	1.450,0	5.700,0	1.952,3	2.800,0	2.000,0	25.924,3
IV.2 IF/I*100	15,29	17,95	8,70	27,92	25,11	24,75	10,73	12,55	49,97
V. INGRESOS CORRIENTES (IC)									
V.1 Importe (I-II.1-III.1-IV.1)	17.462,0	4.107,0	2.092,4	1.565,0	8.160,1	2.439,6	8.365,5	4.669,1	9.751,2
V.2 IC/I*100	20,95	34,23	14,97	30,14	35,95	30,93	32,05	29,31	18,80

	Valencia	*Extremadura*	*Galicia*	*Madrid*	*Murcia*	*Rioja*	*Navarra*	*País Vasco*	*Total CCAA*
I. INVERSION (I)	22.405,6	14.468,4	36.712,0	23.849,0	8.269,1	3.740,0	23.315,5	49.507,7	421.299,7
I.1 Inversiones reales	18.444,3	12.312,1	29.541,5	10.462,0	6.103,7	3.248,9	8.537,4	16.970,0	277.531,5
I.2 Transferencias capital	3.513,1	1.783,6	6.812,4	13.265,0	1.765,9	463,5	10.036,3	20.874,6	129.250,4
I.3 Activos financieros	448,2	372,7	358,1	122,0	399,5	27,6	4.741,8	2.663,1	14.517,8
II. FONDO COMPENSACION INTERTERRITORIAL (FCI)									
II.1 Importe	7.376,0	9.532,0	18.152,0	5.694,0	2.908,0	445,0	0,0	6.101,0	152.040,0
II.2 FCI/I*100	32,92	65,88	49,44	23,88	35,17	11,90	0,00	12,32	36,09
III. INGRESOS TRANSFERENCIAS CAPITAL (ITC)									
III.1 Importe	3.495,3	2.102,8	3.421,7	580,0	1.135,7	1.041,1	406,4	2.907,1	37.734,0
III.2 ITC/I*100	15,60	14,53	9,32	2,43	13,73	27,84	1,74	5,87	8,96
IV. PRODUCTO DEL ENDEUDAMIENTO (IF)									
IV.1 Importe total	6.950,0	0,0	5.500,0	6.383,0	2.461,8	1.625,6	5.079,7	13.500,0	97.444,7
IV.2 IF/I*100	31,02	0,00	14,98	26,76	29,77	43,47	21,79	27,27	23,13
V. INGRESOS CORRIENTES (IC)									
V.1 Importe (I-II.1-III.1-IV.1)	4.584,3	2.833,6	9.638,3	11.192,0	1.763,6	628,3	17.829,4	26.999,6	134.081,0
V.2 IC/I*100	20,46	19,58	26,25	46,93	21,33	16,80	76,47	54,54	31,83

(*) En el caso de Cataluña se han excluido de las transferencias de capital —tanto de ingresos como de gastos— las partidas correspondientes a la S. Social.
(*) En el caso de Andalucía se han excluido del capítulo de inversiones reales y del de transferencias de capital las partidas correspondientes a la S. Social.

CUADRO D

INVERSION Y FUENTES DE FINANCIACION AÑO 1984
(millones de pesetas)

	Andalucia	*Aragón*	*Asturias*	*Baleares*	*Canarias*	*Cantabria*	*Castilla-L*	*Castilla-M*	*Cataluña*
I. INVERSION (I)	65.749,7	7.581,0	8.503,1	2.988,3	22.130,2	7.602,9	17.592,3	16.336,0	49.828,0
I.1 Inversiones reales	59.472,2	5.870,1	6.900,9	2.584,3	18.706,7	6.770,6	12.226,1	13.758,0	37.966,3
I.2 Transferencias capital	4.557,5	1.406,2	993,7	363,9	3.395,3	638,3	5.127,2	2.555,0	8.673,0
I.3 Activos financieros	1.720,0	304,7	608,5	40,0	28,2	194,0	239,0	23,0	3.188,7
II. FONDO COMPENSACION INTERTERRITORIAL (FCI)									
II.1 Importe	35.831,0	2.854,0	2.884,0	1.257,0	6.868,0	901,0	10.944,0	8.649,0	13.209,0
II.2 FCI/I*100	54,50	37,65	33,92	42,06	31,03	11,85	62,21	52,94	26,51
III. INGRESOS TRANSFERENCIAS CAPITAL (ITC)									
III.1 Importe	8.876,4	1.541,8	3.729,3	347,6	0,0	2.519,9	3.043,0	5.577,8	9.744,5
III.2 ITC/I*100	13,50	20,34	43,86	11,63	0,00	33,14	17,30	34,14	19,56
IV. PRODUCTO DEL ENDEUDAMIENTO (IF)									
IV.1 Importe total	10.400,0	0,0	2.000,0	1.250,0	4.199,5	1.433,6	1.468,9	2.000,0	25.439,6
IV.2 IF/I*100	15,82	0,00	23,52	41,83	18,98	18,86	8,35	12,24	51,05
V. INGRESOS CORRIENTES (IC)									
V.1 Importe (I-II.1-III.1-IV.1)	10.642,3	3.185,2	(110,2)	133,7	11.062,7	2.748,4	2.136,4	109,2	1.434,9
V.2 IC/I*100	16,19	42,02	—1,30	4,47	49,99	36,15	32,14	0,67	2,88

	Valencia	*Extremadura*	*Galicia*	*Madrid*	*Murcia*	*Rioja*	*Navarra*	*País Vasco*	*Total CCAA*
I. INVERSION (I)	15.274,5	10.010,3	33.553,8	6.196,9	6.808,1	2.599,9	19.771,2	49.315,4	341.841,6
I.1 Inversiones reales	13.782,4	9.938,0	29.256,6	3.182,6	5.409,3	2.353,1	7.238,8	21.707,3	257.123,4
I.2 Transferencias capital	1.391,9	49,0	3.826,6	2.555,1	1.205,8	244,4	6.916,5	24.845,5	68.744,9
I.3 Activos financieros	100,2	23,3	470,6	459,2	193,0	2,5	5.615,9	2.762,0	15.973,4
II. FONDO COMPENSACION INTERTERRITORIAL (FCI)									
II.1 Importe	9.060,0	9.139,0	17.911,0	56,0	2.518,0	390,0	0,0	5.211,0	127.682,0
II.2 FCI/I*100	59,31	91,30	53,38	0,90	36,99	15,00	0,00	10,57	37,35
III. INGRESOS TRANSFERENCIAS CAPITAL (ITC)									
III.1 Importe	6.214,3	697,2	10.090,1	1.420,7	1.570,9	954,2	238,0	13.697,9	70.263,6
III.2 ITC/I*100	40,68	6,97	30,07	22,93	23,07	36,70	1,20	27,78	20,55
IV. PRODUCTO DEL ENDEUDAMIENTO (IF)									
IV.1 Importe total	0,0	0,0	5.750,0	3.093,8	2.583,0	904,6	1.145,6	8.350,6	70.018,6
IV.2 IF/I*100	0,00	0,00	17,14	49,92	37,94	34,79	5,79	16,93	20,48
V. INGRESOS CORRIENTES (IC)									
V.1 Importe (I-II.1-III.1-IV.1)	0,2	174,1	(197,3)	1.626,4	136,2	351,1	18.387,6	22.056,5	73.877,4
V.2 IC/I*100	0,00	1,74	—0,59	26,25	2,00	13,51	93,00	44,73	21,61

(*) En las inversiones reales previstas en la CA de Canarias se han incluido las correspondientes al FCI aunque no figuren en su presupuesto.

(*) En el caso de Cataluña se han excluido de las transferencias de capital —tanto de ingresos como de gastos— las partidas correspondientes a la S. Social.

CUADRO E

INVERSION Y FUENTES DE FINANCIACION AÑO 1983
(millones de pesetas)

	Andalucía	*Aragon*	*Asturias*	*Baleares*	*Canarias*	*Cantabria*	*Castilla-L*	*Castilla-M*	*Cataluña*
I. INVERSION (I)	7.459,6	919,9	4.464,0	465,2	2.472,3	6.020,0	1.089,5	193,3	54.488,3
I.1 Inversiones reales	6.285,2	585,1	3.652,8	350,6	1.236,4	5.661,8	542,5	180,4	31.449,1
I.2 Transferencias capital	1.103,6	327,5	559,2	106,0	1.199,8	276,3	536,0	0,8	20.189,5
I.3 Activos financieros	70,8	7,3	252,0	9,0	36,1	81,9	11,0	12,1	2.799,7
II. FONDO COMPENSACION INTERTERRITORIAL (FCI)									
II.1 Importe	713,0	60,0	61,0	28,0	179,0	20,0	236,0	175,0	5.740,0
II.2 FCI/I*100	9,56	6,52	1,37	6,01	7,24	0,33	21,66	90,53	10,53
III. INGRESOS TRANSFERENCIAS CAPITAL (ITC)									
III.1 Importe	6.746,6	0,0	2.480,6	243,6	0,0	3.345,5	0,0	100,9	6.284,0
III.2 ITC/I*100	90,4	0,0	55,6	52,3	0,0	55,6	0,0	52,2	11,5
IV. PRODUCTO DEL ENDEUDAMIENTO (IF)									
IV.1 Importe total	0,0	0,0	2.113,2	0,0	0,0	2.200,1	0,0	0,0	21.473,0
IV.2 IF/I*100	0,00	0,00	47,34	0,00	0,00	36,55	0,00	0,00	39,41
V. INGRESOS CORRIENTES (IC)									
V.1 Importe (I-II.1-III.1-IV.1)	(0,0)	859,9	(190,8)	194,0	2.293,3	454,4	853,5	(82,6)	20.991,3
V.2 IC/I*100	0,00	93,48	—4,27	41,67	92,76	7,55	78,34	—42,73	38,52

	Extrema-dura	*Galicia*	*Madrid*	*Murcia*	*Rioja*	*Total Navarra*	*País Vasco*	*CCAA*
I. INVERSION (I)	1.217,6	542,0	20.913,3	1.047,3	3.952,3	1.584,4	13.161,0	31.188,8	151.179,2
I.1 Inversiones reales	696,5	203,2	17.638,8	0,0	2.488,3	1.436,1	6.114,9	18.057,1	96.628,8
I.2 Transferencias capital	506,1	303,6	2.983,0	754,9	1.045,9	121,3	4.204,2	12.492,5	46.710,2
I.3 Activos financieros	15,0	35,2	291,5	292,4	418,1	27,0	2.841,9	639,2	7.840,2
II. FONDO COMPENSACION INTERTERRITORIAL (FCI)									
II.1 Importe	156,0	203,0	283,0	0,0	54,0	0,0	0,0	4.303,0	12.211,0
II.2 FCI/I*100	12,81	37,45	1,35	0,00	1,37	0,00	0,00	13,80	8,08
III. INGRESOS TRANSFERENCIAS CAPITAL (ITC)									
III.1 Importe	2.843,2	200,6	17.485,7	0,0	1.166,1	881,5	425,0	3.255,8	45.459,1
III.2 ITC/I*100	233,5	37,0	83,6	0,0	29,5	55,6	3,2	10,4	30,1
IV. PRODUCTO DEL ENDEUDAMIENTO (IF)									
IV.1 Importe total	0,0	0,0	4.017,4	1,7	2.772,0	290,1	3.765,8	6.300,0	42.933,3
IV.2 IF/I*100	0,00	0,00	19,21	0,16	70,14	18,31	28,61	20,20	28,40
V. INGRESOS CORRIENTES (IC)									
V.1 Importe (I-II.1-III.1-IV.1)	(1.781,6)	138,4	(872,8)	1.045,6	(39,8)	412,8	8.970,2	17.330,0	575,8
V.2 IC/I*100	—146,32	25,54	—4,17	99,84	—1,01	26,05	68,16	55,56	33,45

(*) En las inversiones reales previstas por las CC.AA de Aragón, Canarias y Castilla-León se han incluido las correspondientes al FCI, aunque no figuren en su presupuesto.

(*) En el caso de Cataluña se han excluido del capítulo de inversiones reales y del de transferencias de capital las partidas correspondientes a la S. Social.

CUADRO F

INVERSION Y FUENTES DE FINANCIACION AÑO 1982
(millones de pesetas)

	Andalucia	*Aragón*	*Asturias*	*Baleares*	*Canarias*	*Cantabria*	*Castilla-L*	*Castilla-M*
I. INVERSION (I)	788,7	66,2	2.262,1	107,9	1.121,7	3.911,4	465,5	28,6
I.1 Inversiones reales	270,8	11,2	2.125,7	73,7	447,4	3.751,2	378,6	22,6
I.2 Transferencias capital	477,9	55,0	93,8	34,2	612,5	137,8	86,9	0,0
I.3 Activos financieros	70,0	0,0	42,6	0,0	61,8	22,4	0,0	6,0
II. FONDO COMPENSACION INTERTERRITORIAL (FCI)								
II.1 Importe								
II.2 FCI/I*100								
III. INGRESOS TRANSFERENCIAS CAPITAL (ITC)								
III.1 Importe	0,0	0,1	190,3	93,2	0,0	1.742,3	465,6	0,0
III.2 ITC/I*100	0,00	0,15	8,41	86,38	0,00	44,54	100,02	0,00
IV. PRODUCTO DEL ENDEUDAMIENTO (IF)								
IV.1 Importe total	0,0	0,0	200,0	0,0	0,0	1.334,7	0,0	0,0
IV.2 IF/I*100	0,00	0,00	8,84	0,00	0,00	34,12	0,00	0,00
V. INGRESOS CORRIENTES (IC)								
V.1 Importe (I-II.1-III.1-IV.1)	788,7	66,1	1.871,8	14,7	1.121,7	834,4	(0,1)	28,6
V.2 IC/I*100	100,00	99,85	82,75	13,62	100,00	21,33	—0,02	100,00

	Cataluña	*Valencia*	*Extrema-dura*	*Galicia*	*Murcia*	*Navarra*	*Pais Vasco*	*Total CCAA*
I. INVERSION (I)	45.377,7	226,1	146,1	2.723,2	85,8	11.118,2	24.210,5	92.639,7
I.1 Inversiones reales	32.596,9	226,1	130,0	2.723,2	39,7	5.323,0	14.517,0	62.637,1
I.2 Transferencias capital	12.468,2	0,0	0,0	0,0	46,1	3.999,4	8.153,8	26.165,6
I.3 Activos financieros	312,6	0,0	16,1	0,0	0,0	1.795,8	1.539,7	3.837,0
II. FONDO COMPENSACION INTERTERRITORIAL (FCI)								
II.1 Importe	1.369,0						617,0	1.986,0
II.2 FCI/I*100	3,02						2,55	2,14
III. INGRESOS TRANSFERENCIAS CAPITAL (ITC)								
III.1 Importe	34.624,4	226,1	0,0	1.456,4	84,1	425,0	0,0	39.707,5
III.2 ITC/I*100	76,30	100,00	0,00	53,48	98,02	3,82	0,00	42,43
IV. PRODUCTO DEL ENDEUDAMIENTO (IF)								
IV.1 Importe total	9.146,2	0,0	0,0	0,0	0,0	3.635,1	6.000,0	20.316,0
IV.2 IF/I*100	20,16	0,00	0,00	0,00	0,00	32,70	24,78	21,93
V. INGRESOS CORRIENTES (IC)								
V.1 Importe (I-II.1-III.1-IV.1)	238,1	0,0	146,1	1.266,8	1,7	7.058,1	17.593,5	31.030,2
V.2 IC/I*100	0,52	0,00	100,00	46,52	1,98	63,48	72,67	33,50

(*) En las inversiones reales previstas por la CA del País Vasco se han incluido las correspondientes al FCI, aunque no figuren en su presupuesto.

(*) En el caso de Cataluña se han excluido del capítulo de inversiones reales y del de transferencias de capital las partidas correspondientes a S. Social.

LA DIMENSION AUTONOMICA DE LA DEUDA PUBLICA

Braulio MEDEL CAMARA

INTRODUCCION

DE los diversos problemas que se plantean al abordar la delimitación conceptual de la deuda pública de las comunidades autónomas, hay sobre todo dos que requieren un comentario previo, antes de referirnos a su cuantificación o volumen. El primero es el relativo a si la medición de la deuda debe recoger sólo los pasivos financieros o debe ampliarse ese criterio para incluir otros pasivos no propiamente financieros, esto es, obligaciones contraídas y exigibles para las que no se dispone de ingresos corrientes o de capital, y no cubiertas aún con ingresos financieros. En el primer caso, la deuda estará integrada por los pasivos financieros existentes, mientras que en el segundo se corresponderá con la necesidad bruta y acumulada de financiación, esto es, con la suma de la necesidad neta de financiación acumulada y los activos financieros poseídos por el sector público. Una segunda cuestión afecta a la distribución entre deuda bruta y deuda neta: la primera corresponde al conjunto de pasivos financieros vivos del sector público, mientras que la segunda resulta de deducir de la anterior los activos financieros del sector público.

Por razones tanto conceptuales como de información estadística disponible, partimos de la noción de deuda pública autonómica como la formada por el saldo bruto o global de los pasivos financieros de las comunidades autónomas, aunque matizaremos en qué sentido se modificaría su ámbito si optáramos por algunos de los otros criterios alternativos.

Incluso habiendo determinado un concepto específico de deuda pública, la importancia cuantitativa de la misma puede evaluarse con arreglo a diferentes indicadores. Así, podemos referirnos a la deuda pública en volúmenes tanto absolutos como relativos y, dentro de cada uno de ellos, a la deuda como variable-fondo o variable-flujo.

VOLUMENES ABSOLUTOS

La evolución de la cuantía de los pasivos financieros de las comunidades autónomas se muestra en el cuadro n.° 1. A finales de 1986, la deuda pública autonómica así medida ascendía a 316,7 miles de millones de pesetas (m.m. en adelante). En el presente ejercicio de 1987, los ingresos por variación neta de pasivos financieros previstos en los presupuestos de las CCAA alcanzan los 119,3 m.m., por lo que a finales de año la deuda pública autonómica se situaría en un total de 436 m.m., siempre claro está que en la realidad no se produzcan desvíos sobre esas previsiones. La evolución registrada en estos años denota un fuerte ritmo de crecimiento de la deuda de las CCAA. En los primeros años de instauración y desarrollo del proceso autonómico, en los que tiene lugar el grueso de los traspasos de competencias, la deuda prácticamente se duplica de uno a otro ejercicio, mientras que en los últimos años, correspondientes ya a una fase posterior de consolidación y de menor intensidad en el trasvase de funciones, la tasa media de aumento anual se sitúa ligeramente por encima del 50 por 100. Cabe señalar que la entrada en vigor del nuevo sistema de financiación autonómica en 1987 no ha frenado sustancialmente el rápido incremento de los pasivos financieros de las CCAA. Ciertamente, el volumen de la deuda se ha ido elevando en paralelo al de los gastos gestionados por las autonomías, pero a una velocidad mayor. En el último cuatrienio (1984-87), el gasto total de las CCAA se multiplicó por 1,8, mientras que la deuda lo hizo por 3,6, justamente el doble.

Si consideraramos las otras mediciones alternativas ya descritas de la deuda pública autonómica, obtendríamos obviamente cuantificaciones distintas. Una primera opción consiste en sustituir la cifra de pasivos financieros por la necesidad bruta y acumulada de financiación. En este caso, la magnitud de la deuda se vería engrosada como consecuencia, fundamentalmente, de las insuficiencias financieras (obligaciones contraídas por encima de las dotaciones presupuestarias) de los presupuestos autonómicos de sanidad derivados de los traspasos del INSALUD. Aunque la información estadística sobre estos aspectos es deficiente y escasa, una estimación prudente evaluaría esas insuficiencias en una cantidad no inferior a los 80 m.m. a finales de 1986, con lo que la deuda total referida a esa misma fecha se aproximaría a los 400 miles de millones.

Por el contrario, la dimensión de la deuda autonómica se reduce sensiblemente si la calculamos en

CUADRO N.° 1

PASIVOS FINANCIEROS DE LAS CCAA
(miles de millones de pesetas)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Títulos de renta fija negociables	15,9	28,9	45,9	74,7	111,1	176,7
Créditos en pesetas	—	—	—	29,4	61,6	129,0
Créditos en moneda extranjera	—	1,8	8,8	18,0	18,3	11,0
Total	15,9	30,7	54,7	122,1	191,0	316,7

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

términos netos, ésto es, deduciendo de los pasivos financieros los activos financieros poseídos por las CCAA. Sin embargo, la contabilización genérica e indiscriminada de todos los activos financieros tenidos por las autonomías en un momento determinado, como contrapartida de los pasivos financieros, para obtener por diferencia la deuda neta, conduce a resultados engañosos y carentes de significado económico. En efecto, mientras que la práctica totalidad de los pasivos financieros de las CCAA corresponden a deuda a medio y largo plazo, la mayor parte de sus activos financieros (el 78 por 100 a finales de 1986) pertenecen a la rúbrica «efectivo y otros depósitos a la vista» y, por regla general, son excedentes transitorios de tesorería destinados a satisfacer a corto plazo pagos vinculados a gastos presupuestarios ya contraídos o dispuestos. Una vez depurada esta partida, los activos financieros a medio y largo plazo poseídos por las CCAA al finalizar 1986 ascendían a 60,3 miles de millones, por lo que la deuda neta autonómica podría cifrarse en 256,4 miles de millones.

Un concepto cuya magnitud también puede verse alterada por las variaciones en la deuda pública es el activo patrimonial público neto, que, en sentido amplio, comprendería todos los activos, financieros y no financieros, del sector público. Naturalmente, un aumento de los pasivos financieros destinado a financiar gastos corrientes, y no gastos de capital físico o financiero, reduciría el activo patrimonial neto público. Pero para las CCAA este supuesto, en línea con la previsión normativa contenida en el artículo 14.2.a) de la LOFCA, no se ha producido: todos sus recursos obtenidos por la emisión de pasivos financieros se han destinado a gastos de inversión.

MAGNITUDES RELATIVAS

Si de la dimensión absoluta de la deuda pública autonómica pasamos a considerar su importancia relativa, debemos comenzar especificando aquellas variables elegidas como términos de referencia para establecer la comparación, y que en nuestro caso serán la deuda pública total de las administraciones públicas, el producto interior bruto y los ingresos totales de las comunidades autónomas.

Los pasivos financieros de las CCAA representaban a finales de 1986 el 2,1 por 100 de los pasivos financieros totales de las administraciones públicas, porcentaje que ha ido aumentando progresivamente en los últimos años, tal como refleja el cuadro n.° 2. De la misma forma, la participación de las CCAA en los pasivos financieros de las administraciones territoriales ha ido creciendo hasta suponer, al concluir 1986, una cuarta parte de los mismos. Lógicamente, estos incrementos se explican porque, en cada año, la participación respectiva de las CCAA en la deuda pública como variable-flujo ha sido mayor que la correspondiente a la deuda como variable-fondo al cierre del ejercicio anterior. Y, según expresa el cuadro n.° 2, ésto no sólo ha sido así, sino que la importancia relativa de las CCAA en las variaciones de pasivos financieros públicos ha ido ampliandose también de un año a otro (con la única excepción destacable del año 1984 en cuanto a su cuota en los flujos de las administraciones territoriales), hasta significar cerca del 6 por 100 y del 50 por 100 de la variaciones netas de pasivos financieros, respectivamente, de las administraciones públicas y de las administraciones territoriales.

La deuda pública acumulada de

CUADRO N.° 2

EVOLUCION DE LA PARTICIPACION DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS EN LOS TOTALES DE ADMINISTRACIONES PUBLICAS (AAPP) Y ADMINISTRACIONES TERRITORIALES (AATT)

	1981	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
Pasivos financieros CCAA / Pasivos financieros AAPP × 100	0,41	0,55	0,70	1,16	1,46	2,06
Pasivos financieros CCAA / Pasivos financieros AATT × 100	3,17	4,73	7,22	14,57	18,91	25,00
Variación neta P.F. de CCAA / Variación neta P.F. de AAPP × 100	1,48	1,06	1,07	2,50	2,62	5,60
Variación neta P.F. de CCAA / Variación neta P.F. de AATT × 100	12,0	10,6	22,6	88,6	39,9	48,8

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

las CCAA a finales de 1986 equivalía al 1 por 100 del PIB, porcentaje reducido si lo comparamos con el 47,8 por 100 correspondiente a la deuda del conjuto de las administraciones públicas. No obstante, en el cuadro número 3 se observa para el ejercicio presupuestario de 1986, cómo el aumento de la participación de la deuda en el PIB experimentado en ese año se reparte casi igualitariamente entre las administraciones central y autonómicas, aumento que en los años anteriores se originaba casi en su totalidad (en ningún caso menos del 90 por 100) en la Administración central. En términos de flujo, el cuadro n.° 3 muestra, asimismo, un distinto comportamiento a lo largo del período analizado en el peso relativo de la deuda pública respecto del PIB para las administraciones central, autonómicas y locales. La participación de la variación neta de pasivos financieros sobre el PIB de cada año presenta para la Administración central una trayectoria primero as-

CUADRO N.° 3

PARTICIPACION DE LA DEUDA PUBLICA EN EL PIB (%)

Deuda pública como variable - fondo (pasivos financieros acumulados)

	1981	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
De administraciones públicas	23,1	28,3	35,0	41,7	47,1	47,8
De Administración central (con S.S.)	20,2	25,0	31,6	38,4	43,5	43,8
De administraciones territoriales	2,9	3,3	3,4	3,3	3,6	4,0
(De comunidades autónomas)	(0,1)	(0,15)	(0,25)	(0,5)	(0,7)	(1,0)

Deuda pública como variable - flujo (variación neta pasivos financieros)

	1981	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
Variación P.F. de AAPP	6,31	7,93	9,59	10,48	9,68	7,14
Variación P.F. de Administración central	5,53	7,22	9,13	10,18	9,04	6,32
Variación P.F. de AATT	0,78	0,71	0,45	0,30	0,64	0,82
(Variación P.F. de CCAA)	(0,09)	(0,07)	(0,1)	(0,26)	(0,25)	(0,4)

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

cendente y luego descendente, evolución dominante que marca la dirección global para el conjunto de las administraciones públicas, mientras que para las corporaciones locales, salvedad hecha del caso excepcional ya comentado del año 1984, la proyección es descendente en una primera fase para estabilizarse después, y las comunidades autónomas son las únicas en revelar una clara tendencia ascedente. En los últimos años considerados (1985 y 1986), por tanto, ha concurrido un menor recurso global de las administraciones públicas al endeudamiento, medido en términos del PIB, con una mayor apelación al mismo por parte de las comunidades autónomas.

Un tercer índice que utilizaremos para apreciar la dimensión relativa de la deuda pública es el que la compara con los ingresos totales de las CCAA. Con los datos presupuestarios referidos a 1987, la variación bruta de pasivos financieros supone el 5,7 por 100 de los ingresos totales de las CCAA y el 6,8 por 100 de esos mismos ingresos excluídos los recursos transferidos de la seguridad social, mientras que los porcentajes para la variación neta de pasivos financieros son, respectivamente, el 4,7 por 100 y el 5,6 por 100. Estas cifras de participación relativa en el conjunto de ingresos autonómicos han registrado un continuo crecimiento, hasta alcanzar el límite inferior de la banda en que esa participación se mueve para las administraciones regionales en los países de estructura fiscal federal.

Un último indicador de interés que reseñaremos es el relativo a la carga de la deuda pública autonómica. Los datos presupuestarios de 1987 incluyen una carga financiera de intereses y amortizaciones de 60,8 m.m., equivalente al 2,5 por 100 de los gastos totales de las CCAA (3 por 100 sin los gastos de los servicios transferidos de la seguridad social), porcentaje que, aunque creciente en paralelo al aumento de la importancia relativa de la deuda pública autonómica, es sólo la mitad de la participación media de la carga de la deuda sobre el gasto público regional en otros países de estructura fiscal descentralizada. Respecto a los ingresos corrientes u ordinarios, la carga de la deuda absorbe el 3 por 100 (3,7 por 100 sin ingresos transferidos de la seguridad social), ciertamente lejos del límite legal del 25 por 100 fijado en el artículo 14.2.b) de la LOFCA, pero cifra no despreciable ni por su cuantía ni por su tendencia al crecimiento. En fin, la carga financiera presupuestada para 1987 representa ya el 43,5 por 100 de la variación bruta de pasivos financieros de las CCAA, lo que significa que, en el corto período de tiempo correspondiente a la fase transitoria del sistema de financiación autonómica, se ha llegado a una situación en la que prácticamente la mitad del margen de maniobra presupuestario que proporciona el recurso al endeudamiento se agota en cubrir el propio servicio de la deuda.

LA DISTRIBUCION DE LA DEUDA

Con independencia del volumen absoluto o relativo de la deuda pública autonómica, un examen de la misma exige referirse a

CUADRO N.° 4

ESTRUCTURA DE LA DEUDA PUBLICA DE LAS ADMINISTRACIONES CENTRAL (AC), AUTONOMICAS (AA) Y LOCALES (AL) (%)

	1982			*1984*			*1986*		
	AC	AA	AL	AC	AA	AL	AC	AA	AL
Títulos mercado monetario	2,4	—	—	38,1	—	—	42,4	—	—
Títulos renta fija	37,8	94,1	20,1	29,0	61,2	18,1	35,7	55,8	19,9
• Negociables	(12,9)	(94,1)	(20,1)	(8,6)	(61,2)	(18,1)	(21,2)	(55,8)	(19,9)
• No negociables	(24,9)	—	—	(20,4)	—	—	(14,5)	—	—
Créditos	53,2	5,9	79,9	28,0	38,8	81,9	17,8	44,2	80,1
• Pesetas	(45,4)	—	(75,9)	(19,8)	(24,1)	(75,4)	(14,2)	(40,7)	(77,7)
• Moneda extranjera	(7,8)	(5,9)	(4,0)	(8,2)	(14,7)	(6,5)	(3,6)	(3,5)	(2,4)
Otros	6,6	—	—	4,9	—	—	4,1	—	—

Fuente: Banco de España y elaboración propia

CUADRO N.° 5

COLOCACION DE LA DEUDA DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS AL 31.XII.86 (%)

	Agentes públicos	*Agentes privados*	*Instituciones financieras privadas*	*Empresas y familias*	*Agentes del exterior*
Deuda pública Administración central	19,1	77,5	(64,5)	(13,0)	3,4
Deuda pública comunidades autónomas	4,7	93,4	(84,6)	(8,8)	1,9
Deuda pública corporaciones locales	52,2	46,3	(40,6)	(5,7)	1,5
Total	20,9	75,8	(63,4)	(12,4)	3,3

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

su estructura tanto financiera como geográfica.

Desde una perspectiva financiera, comentaremos seguidamente la composición de la deuda autonómica por tipos o clases de pasivos y su distribución o colocación entre los distintos agentes de los mercados financieros. El cuadro número 4 expone la estructura porcentual, por grandes agregados, de la deuda pública autonómica y también, a efectos comparativos, de las administraciones central y locales. A finales de 1986 se aprecia como la Administración central basa su deuda en la emisión de títulos en los mercados financieros, monetario y de capitales, en casi un 80 por 100, mientras que por la vía del crédito obtiene menos de un 20 por 100. La Administración local presenta una situación justamente inversa: 80 por 100 de créditos y 20 por 100 de títulos de renta fija. En un estado intermedio se encuentra la Administración autonómica, con un 55 por 100 y un 45 por 100 aproximados respectivamente. No obstante, una comparación más atenta debería tomar en consideración la mayor diversificación de pasivos abierta a la Administración central, fundamentalmente en lo que concierne a los títulos del mercado monetario y a los títulos de renta fija no negociables, al margen el recurso al crédito del Banco de España. La situación reseñada para finales de 1986 no ha sido, sin embargo, la común a lo largo de lo últimos años. Como también refleja el cuadro n.° 4, las únicas administraciones que mantienen una estructura de pasivo relativamente estable en el período 1982-1986 son las corporaciones locales. Las comunidades autónomas han visto decrecer, a medida que se ha ido consolidando el proceso autónomico, la participación de los títulos de renta fija en beneficio de los créditos del sistema bancario, mecanismo más intermediado, pero más ágil y, seguramente, menos costoso en esta fase temporal. La Administración central experimenta un cambio de signo inverso: disminución de los créditos, en particular del Banco de España, y desarrollo intenso de las emisiones en el mercado monetario, junto con una recomposición de los títulos de renta fija, donde aumentan su cuota los negociables.

La diversa estructura de la deuda de las distintas administraciones públicas guarda estrecha relación con las variadas posibilidades de acceso y colocación en los diferentes mercados financieros, tanto libres como intervenidos. En relación con este punto, la circunstancia de que las comunidades autónomas se hayan desarrollado y consolidado en un marco de progresiva liberalización del sistema financiero no es ajena a las disparidades que se observan en la colocación de su deuda respecto a la de las otras administraciones públicas. Es de resaltar, en este sentido, cómo más de la mitad de los pasivos de las corporaciones locales estaban a finales de 1986 en manos de agentes del sector público, básicamente del Banco de Crédito Local. Asimismo, la quinta parte de la deuda de la Administración central también correspondía a titulares públicos, fundamentalmente en este caso al Banco de España, y una gran parte de la deuda suscrita por los intermediarios financieros lo había sido a través del mecanismo de los coeficientes obligatorios. Las comunidades autónomas, en cambio, no han tenido acceso a la financiación de entidades financieras públicas, como el Banco de España o el Banco de Crédito Local, y la posibilidad de colocar emisiones por la vía de los coeficientes obligatorios ha sido mínima. De ahí que pueda afirmarse que, en su conjunto, la deuda pública autonómica ha estado menos asegurada y protegida en mercados cautivos, y ha que-

CUADRO N.° 6

SALDOS DE TITULOS DE RENTA FIJA NEGOCIABLES POR CCAA
(cifras en miles de millones de pesetas)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
País Vasco	(5,6)	(11,8)	(18,1)	(23,1)	(30,3)	(42,0)
Cataluña	(10,3)	(10,3)	(14,8)	(22,2)	(28,8)	(42,0)
Andalucía	—	(6,8)	(6,8)	(6,8)	(15,0)	(19,7)
Murcia	—	—	(1,3)	(1,2)	(2,0)	(6,5)
Galicia	—	—	(3,1)	(3,0)	(8,5)	(8,3)
Asturias	—	—	(1,8)	(3,8)	(3,8)	(4,6)
Castilla-León	—	—	—	(1,5)	(4,3)	(7,3)
Castilla-La Mancha	—	—	—	(2,0)	(2,0)	(3,0)
Canarias	—	—	—	(2,5)	(2,5)	(12,5)
Baleares	—	—	—	(1,2)	(1,3)	(1,3)
Aragón	—	—	—	(2,2)	(2,0)	(3,5)
Valencia	—	—	—	(5,2)	(10,6)	(19,0)
Navarra	—	—	—	—	—	(7,0)
Totales	15,9	28,9	45,9	74,7	111,1	176,7

Fuente: Ministerio de Hacienda.

dado más abierta a las exigencias del libre mercado que los pasivos financieros de las otras administraciones.

Referirse a la importancia conjunta de la deuda pública autonómica constituye, hasta cierto punto, una simplificación, ya que su dimensión, tanto absoluta como relativa, varía considerablemente de unas comunidades autónomas a otras. Sobre la distribución territorial del volumen absoluto de deuda, la información disponible sólo recoge la correspondiente a los títulos de renta fija negociables pendientes de amortización que, a finales de 1986, absorbían, según se ha indicado, el 55,8 por 100 del total de la deuda. Su reparto por CCAA se contempla en el cuadro número 6. Más ilustrativo es, sin embargo, algún indicador que mida la importancia relativa de la deuda por comunidades. A ese propósito responde el cuadro número 7, que muestra la carga financiera presupuestada para 1987 y su participación tanto sobre los gastos totales, excluidos los transferidos por los servicios de la seguridad social, como sobre la variación bruta de pasivos financieros.

A partir de los cuadros núms. 6 y 7 cabe destacar algunas particularidades de la distribución territorial de la deuda pública autonómica. Una primera es que sólo dos comunidades concentran la mitad de esa deuda y de la carga financiera; derivada de ella; comunidades cuyos presupuestos, en cambio, sólo suman el 27,5 por 100 del gasto autonómico global de 1987. En segundo lugar, hay una considerable dispersión en el peso de la carga de la deuda dentro de los distintos presupuestos autonómicos, con una relación de diez a uno entre el mayor y el menor. Prácticamente, la mitad de las CCAA superan la tasa media del 3 por 100, situándose la otra mitad por debajo de ella. En tercer lugar, y a falta de un análisis más riguroso, parece existir una conexión directa positiva entre la magnitud relativa de la deuda de una comunidad y los siguientes factores o elementos: carácter uniprovincial de la autonomía, nivel de renta, gobierno con partidos nacionalistas. La primera relación se explica por la acumulación de la deuda previa de las diputaciones, y las otras dos son coherentes con hipótesis racionales de comportamiento.

LA DEUDA Y LA REFORMA DEL SISTEMA DE FINANCIACION AUTONOMICA

El endeudamiento es un medio más de financiación autonómica, y como tal viene enumerado en los artículos 157 de la Constitución y 4 de la LOFCA. Es, pues, una pieza integrante del sistema de financiación de las CCAA. Y precisamente por ello, según esté diseñado el sistema, la necesidad *a priori* y la proclividad al uso del

CUADRO N.º 7

CARGA FINANCIERA DE LA DEUDA POR CCAA EN 1987

	Carga financiera (millones de pesetas)	*Carga financiera / Gastos totales* × 100	*Carga financiera / Variac. Pas. Fin.* × 100
País Vasco	10.368,2	7,2	76,8
Cataluña	18.758,8	5,6	67,0
Galicia	1.967,0	1,0	13,1
Andalucía	5.342,6	1,2	25,0
Asturias	1.727,1	4,1	58,2
Cantabria	1.518,0	5,9	40,3
La Rioja	575,4	4,8	17,7
Murcia	2.925,1	8,7	68,1
Valencia	3.444,0	1,6	40,2
Aragón	668,6	1,7	28,7
Castilla-La Mancha	480,2	0,7	32,0
Canarias	2.591,8	2,5	61,7
Navarra	1.519,9	2,0	35,8
Extremadura	380,0	0,9	—
Baleares	551,3	3,5	—
Madrid	6.806,8	4,7	32,5
Castilla-León	1.208,5	1,7	18,6
	60.833,3	3,0	44,2

Fuente: Ministerio de Hacienda y elaboración propia

endeudamiento será mayor o menor. En este sentido, aunque la reforma del sistema de financiación autonómica ya aplicada en 1987 no haya alterado directamente el régimen de la deuda pública, las modificaciones introducidas en el marco general sí han atenuado la presión ejercida por algunos factores estimuladores del recurso al crédito por parte de las CCAA, con independencia de que la influencia de éstos haya sido o sea en el futuro más o menos determinante.

En efecto, durante el período transitorio de financiación autonómica tanto su volumen global como su estructura y distribución han presentado algunos rasgos favorecedores, e incluso legitimadores, de la utilización de la deuda como medio financiero. Así, y en cuanto a su volumen, se ha denunciado por las comunidades la existencia de una insuficiencia de los recursos ordinarios para cubrir el coste de los servicios traspasados. Por otro lado, la configuración del sistema vinculaba los distintos tipos de ingresos a unas aplicaciones preestablecidas, de forma que los gobiernos regionales carecían de margen de maniobra para atender la financiación de determinados programas o áreas de gasto, salvo que se acudiera al incremento de la presión fiscal, de difícil consecución, como la experiencia ha demostrado, o al endeudamiento. En fin, la distribución territorial de recursos generaba agravios comparativos, tanto para las comunidades más ricas como para las más pobres, y hay que conceder que esa postura era justificable, vista la descompensación del patrón de financiación territorial. Ello hacía que en las comunidades relativamente ricas se sintiera una especial escasez de recursos para la realización de inversiones nuevas ligadas a las competencias transferidas, mientras que en las más pobres la insuficiencia se manifestaba en la inexistencia de mecanismos financieros para apoyar las inversiones productivas, para poner en funcionamiento nuevos servicios básicos y para corregir los déficit relativos de equipamientos. De esta forma, y ante la anunciada reforma del sistema, concurrían las tensiones de aumentar el gasto, y el endeudamiento, para cubrir flancos particularmente desatendidos, y el desarrollo de un juego estratégico, por todos fomentado, hacia soluciones o prácticas aplicadas en otros ámbitos, y consistentes en tratar mejor al más endeudado.

Si a todo lo anterior añadimos el rápido crecimiento durante ese período de la deuda pública estatal, pocos frenos existían para que las comunidades hicieran uso, con distinta moderación entre ellas, del recurso al crédito.

El nuevo sistema de financiación autonómica, según se ha señalado, ha corregido esos elementos y debilitado la fuerza de los argumentos descritos. El sistema es ahora más suficiente, menos condicionado y, con algunas excepciones importantes, más racional en su distribución, por lo que la pieza concreta del endeudamiento, si no fuera por las inercias ya generadas, no está ya sometida a las mismas presiones que en la situación anterior.

REGULACION DE LA DEUDA EXTERIOR EN LAS COMUNIDADES AUTONOMAS

Carlos MONASTERIO ESCUDERO

La regulación del recurso al endeudamiento (emisión de deuda y operaciones de crédito) por parte de las comunidades autónomas tiene como marco general lo dispuesto en el artículo decimocuarto de la Ley Orgánica de financiación de las Comunidades Autónomas (LOFCA, en adelante).

Dicho marco general recoge la clásica distinción entre deuda a corto plazo o con fines de tesorería, destinada a cubrir la falta de sincronía en los flujos de gastos e ingresos, y deuda de medio-largo plazo, destinada a la financiación de inversiones. Se exige de la deuda a corto plazo su amortización en plazo no superior al año y de la deuda a medio-largo plazo que la carga financiera anual por amortización e intereses no exceda del 25 por 100 de los ingresos corrientes de la comunidad.

Dispone también la LOFCA la coordinación de las operaciones de endeudamiento de las comunidades autónomas entre sí y con el Estado, lo cual se llevará a cabo en el Consejo de Política Fiscal y Financiera. Las comunidades autónomas precisarán autorización estatal cuando pretendan emitir deuda pública o concertar créditos con el exterior.

La presente nota pretende analizar la regulación del crédito exterior por parte de ciertas comunidades autónomas, poniendo de manifiesto la poca precisión en este punto.

Las operaciones de crédito en el extranjero, a las que la LOFCA alude, sin definirlas, en el apartado 3 del citado artículo 14, constituyen un punto desarrollado explícitamente en la mayoría de las leyes que sobre hacienda pública y finanzas han promulgado las comunidades autónomas. En efecto, en varias leyes autonómicas se define la deuda exterior o las operaciones de crédito exterior como aquellas concertadas con personas o entidades residentes en el extranjero (art. 20 de la Ley 10/1982, de 12 de julio, de Finanzas Públicas de Cataluña; artículo 31.1 de la Ley de 13 de abril de 1984 de Gestión Económica y Financiera Pública de Galicia; artículo 83 de la Ley 4/1984, de 13 de junio, de Hacienda Pública de la Generalidad Valenciana, y art. 61.1 de la Ley 7/1984, de 11 de diciembre, de la Hacienda Pública de la Comunidad Autónoma de Canarias, y artículo 95 de la Ley 4/1986, de 4 de junio, de la Hacienda de la Comunidad Autónoma de Aragón). (Ver anexo). Tal distinción, no parece ser acertada en modo alguno.

En efecto, las operaciones de crédito exterior presentan un riesgo adicional que las diferencia de las operaciones de crédito interior. En las operaciones de crédito interno existe para el deudor solamente la carga financiera del pago de intereses y devolución del principal, además de los riesgos derivados de las oscilaciones del tipo de interés en el caso de que se hayan concertado a interés variable.

En cambio, en el crédito externo es preciso añadir a la carga anterior otra adicional, derivada de las posibles variaciones en el tipo de cambio. De ahí que en las operaciones de crédito interior pueda conocerse la carga financiera de forma exacta en moneda nacional en todo momento (salvo que se haya pactado un interés variable), mientras en las de crédito exterior ello no es posible, puesto que se está a expensas de los tipos de cambio.

De lo anterior se deduce que la forma correcta de tipificar las operaciones de crédito exterior es definiéndolas como aquellas concertadas *en alguna divisa extranjera, en vez de en moneda nacional.*

Si, por el contrario, se define a las operaciones de crédito exterior como aquéllas en que el acreedor es una persona o entidad residente en el extranjero, nos encontraríamos con la paradoja de que una empresa o particular residente en España que concierta un préstamo en pesetas con una comunidad autónoma o adquiere deuda de ésta, cambiando posteriormente su lugar de residencia al extranjero, convierte, por este solo hecho del cambio de residencia, una operación de crédito interior en otra de crédito exterior. Sin embargo, es claro que el fondo de la operación no ha variado y que tanto antes como después del cambio de residencia sólo existe carga financiera, pero no riesgo derivado del tipo de cambio. De aquí que haya que señalar el acierto de la Ley General Presupuestaria, que en el número 4 del artículo 101 dispone: «se entenderá por Deuda Pública exterior, a los efectos de esta Ley, la creada disponiendo que las obligaciones contraídas por el Estado o sus Organismos autónomos deban satisfacerse en moneda extranjera».

Lo que resulta curioso es que la regulación autonómica sobre esta materia, que ha seguido en general con notable mimetismo lo dispuesto en la Ley General Presupuestaria, se haya apartado de ella precisamente en este punto.

ANEXO

Ley 10/1982, de 2 de julio, de Finanzas Públicas de Cataluña.

«Artículo 20.

La concertación de operaciones de crédito, cuando los acreedores sean personas o entidades residentes en el extranjero, necesitará la autorización del Estado.»

Ley de 13 de abril de 1984, de Gestión Económica y Financiera Pública de Galicia.

«Artículo 31.

1. Las operaciones de endeudamiento que se concierten por la Comunidad o sus organismos autónomos con personas o entidades residentes en el extranjero precisarán la autorización del Estado.»

Ley 4/1984, de 13 de junio, de Hacienda Pública de la Generalidad de Valencia.

«Artículo 83.

El endeudamiento en sus distintas modalidades podrá ser concertado por la Generalidad y sus entidades autónomas. Las modalidades a adoptar serán las siguientes:

a) Deuda representada en títulos-valores, que según su plazo sea superior o inferior a un año será considerada como Deuda de la Generalidad o Deuda de la Tesorería respectivamente.

b) Deuda formalizada en cualquier otro documento o cuenta que formalmente la reconozca.

En cualquiera de estos casos, cuando los acreedores sean personas o entidades residentes en el extranjero se denominará deuda pública exterior y su emisión deberá ser previamente autorizada por el Estado.

El producto de estas operaciones se ingresará en la tesorería de la Generalidad y se aplicará, sin ninguna excepción, al estado de ingresos del Presupuesto de la Generalidad o de la entidad autónoma correspondiente.»

Ley 7/1984, de 11 de diciembre, de la Hacienda Pública de la Comunidad Autónoma de Canarias.

«Artículo 61.

1. Se entenderá por endeudamiento exterior las operaciones cuyos acreedores sean personas o entidades residentes en el extranjero.»

Ley 6/1986, de 31 de mayo, de Régimen Económico y Presupuestario del Principado de Asturias.

«Artículo 55

Las operaciones de endeudamiento podrán ser concertadas en moneda extranjera o en el extranjero, en las condiciones y con las limitaciones que la legislación establezca para esta clase de operaciones.»

Ley 4/1986, de 4 de junio, de la Hacienda de la Comunidad Autónoma de Aragón.

«Artículo 95

La concertación de operaciones de crédito cuando los acreedores sean personas o entidades residentes en el extranjero necesitará la autorización del Estado».

ENDEUDAMIENTO DE LOS ENTES TERRITORIALES. 1979-1985

Pilar ORTIZ JUNQUERA

LA información que sobre este tema posee la IGAE es la que solicita de los propios entes para la confección de las Cuentas de las Administraciones Públicas y de las Cuentas Regionales. Se compone dicha información de las liquidaciones presupuestarias de las diez y siete comunidades autónomas y de todas las corporaciones locales del país, de las cuales sólo se tratan por muestreo las menores de 5.000 habitantes.

Se recogen en los cuadros adjuntos los datos de los correspondientes capítulos IX de gastos y de ingresos, que contienen la variación de pasivos financieros, sin tener en cuenta los depósitos y los créditos a corto plazo, y todo ello en la fase de derechos y obligaciones reconocidos.

Estas mismas cifras forman parte de las cuentas financieras de ambos agentes de las administraciones públicas y significan el reflejo financiero de sus operaciones económicas, siendo estas últimas las que integran la Contabilidad Nacional de España, que establece el Instituto Nacional de Estadística.

Los cuadros comienzan en el año 1979, significativo por aparecer en él las primeras autonomías y preautonomías (*) y se alargan hasta 1985, último año del que, por el momento, hay elaborada información de carácter definitivo.

En todo caso, se trata de flujos anuales de ingresos y gastos, ya que la contabilidad patrimonial de estos entes no está elaborada a nivel nacional, no existiendo por tanto datos de *stocks*.

El cuadro n.° 1 recoge las corporaciones locales, con la única subdivisión de diputaciones y ayuntamientos. Entre las primeras se encuentran tanto las de régimen común como las de régimen foral, teniendo en cuenta que Navarra, a partir de 1981, se incorpora a las autonomías. Asimismo se incluyen en este apartado los consejos insulares baleares y los cabildos y mancomunidades canarios; el resto de los entes locales se agrupan como ayuntamientos.

La carga financiera frente al BCLE, que el Estado asume por cuenta de los entes locales, según las sucesivas leyes de presupuestos, se ajusta como transferencia de capital recibida del Estado y como amortización de créditos a largo plazo, ya que los propios entes no la incluyen en sus presupuestos.

En los cuadros n.os 2 a 5 se detallan, por años y comunidades autónomas, los flujos de los cuatro conceptos que se presentan. Las preautonomías y autonomías se fueron incorporando a las CAP en tanto en cuanto recibieron transferencias del Estado y conformaron sus propios presupuestos.

Es de tener en cuenta que siete de ellas, al ser uniprovinciales, han recogido a las antiguas diputaciones con todos sus servicios y consiguiente carga financiera, por cuanto pueden efectuar amortizaciones que correspondan a emisiones de deuda o créditos suscritos en la etapa anterior.

El cuadro n.° 6 presenta la síntesis de los ofrecidos anteriormente, con el objeto de poder efectuar un análisis conjunto de los entes territoriales durante el período aludido, ya que la dicotomía comunidades/corporaciones se va consolidando paulatinamente, no obstante no haber tenido, en estos años transitorios, una común aceptación o haber sido difícil deslindar la información.

La propia IGAE, en el informe «Actuación económica y financiera de las Administraciones Públicas 1986», de reciente aparición, presenta, en cuanto a la materia que nos ocupa, los mismos datos contenidos en el cuadro n.° 7, confeccionado a partir de información del Banco de España, en el que la única partida que se puede poner en conexión con los cuadros anteriores es la deuda interior negociable de las comunidades autónomas, partida que no ofrece importantes discrepancias.

Es necesario, por último, tener en cuenta las distorsiones que se producen por periodificación, ya que la información de los entes territoriales presenta las cifras cuando se incluyen en sus presupuestos, en tanto que el Banco de España las anota cuando se efectúan las correspondientes transacciones comerciales.

NOTA

(*) Los datos anteriores de corporaciones locales se pueden encontrar en las correspondientes CAP.

CUADRO N.° 1

(Millones de pesetas)

Corporaciones locales	*1979*	*1980*	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*
Emisión de deuda pública:							
Diputaciones	—	4.861	7.815	8.151	725	650	364
Ayuntamientos	2.977	4.442	18.910	29.785	3.262	5.054	12.284
(—) Amortización:							
Diputaciones	— 228	— 697	— 815	— 456	— 4.531	— 1.611	— 2.509
Ayuntamientos	—2.173	— 1.888	— 2.684	— 4.078	— 3.000	— 4.926	— 7.110
Créditos a largo plazo:							
Diputaciones	11.885	6.594	27.172	33.737	18.554	27.067	36.458
Ayuntamientos	74.029	57.429	39.919	49.226	35.554	59.126	123.995
(—) Amortización:							
Diputaciones	—3.432	— 3.118	— 3.400	— 4.446	— 5.264	— 8.357	— 9.296
Ayuntamientos	—4.831	—14.409	—18.002	—15.499	—18.874	—22.349	—37.356
Deudas asumidas por el Estado	—	—13.737	— 8.489	—10.720	—11.900	—19.692	—19.213
TOTAL	78.227	39.477	60.426	85.700	14.526	34.962	97.617

CUADRO N.° 2

(Millones de pesetas)

Comunidades Autónomas	*1979*					*1980*				
	Emisión D. P.	*Amortiz. D. P.*	*Créditos L. P.*	*Amortiz. Créditos*	*Total*	*Emisión D. P.*	*Amortiz. D. P. (—)*	*Créditos L. P.*	*Amortiz. Créditos L. P. (—)*	*Total*
Andalucía								30		30
Aragón										
Asturias									—39	—39
Baleares										
Canarias										
Cantabria										
Castilla-La Mancha										
Castilla-León										
Cataluña			250		250					
Extremadura										
Galicia										
Madrid										
Murcia										
Navarra										
Rioja										
Valencia										
País Vasco										
TOTAL	—	—	250	—	250	—	—	30	—39	— 9

CUADRO N.° 3

(Millones de pesetas)

Comunidades Autónomas	1981					1982				
	Emisión D. P.	Amortiz. D. P. (—)	Créditos L. P.	Amortiz. Créditos L. P. (—)	Total	Emisión D. P.	Amortiz. D. P. (—)	Créditos L. P.	Amortiz. Créditos L. P. (—)	Total
Andalucía						—	—	—	—46	—46
Aragón						—	—	—	—	—
Asturias						—	—	320	—251	69
Baleares				—32	—32	—	—	155	—35	120
Canarias						—	—	—	—	—
Cantabria						—	—	—	—54	—54
Castilla-La Mancha						—	—	—	—	—
Castilla-León						—	—	—	—	—
Cataluña	9.541				9.541	7.134	—	—	—	7.134
Extremadura						—	—	—	—	—
Galicia						—	—	—	—	—
Madrid						3.000	—357	751	—397	2.997
Murcia						—	—44	100	—29	27
Navarra	1.681	—179		—67	1.435	—	—411	86	—71	—396
Rioja						250	—	510	—46	714
Valencia						—	—	—	—	—
País Vasco						6.250	—	—	—	6.250
TOTAL	11.222	—179	—	—99	10.944	16.634	—812	1.922	—929	16.815

CUADRO N.° 4

(Millones de pesetas)

Comunidades Autónomas	1983					1984				
	Emisión D. P.	Amortiz. D. P. (—)	Créditos L. P.	Amortiz. Créditos L. P. (—)	Total	Emisión D. P.	Amortiz. D. P. (—)	Créditos L. P.	Amortiz. créditos L. P. (—)	Total
Andalucía	—	—	2.195	—	2.195	10.400	—		—	10.400
Aragón	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Asturias	1.775	—94	480	—205	1.956	2.000	—176		—	1.824
Baleares	—	—	—	—66	—66	900	—		—29	871
Canarias	—	—	—	—	—	4.999	—		—1	4.998
Cantabria	—	—88	—	—96	—184	—	—121	369	—133	115
Castilla-La Mancha	—	—	—	—	—	2.000	—		—	2.000
Castilla-León	—	—	—	—	—	1.468	—		—	1.468
Cataluña	4.628	—	12.157	—	16.785	7.372	—	9.091	—18.098	—1.635
Extremadura	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Galicia	3.000	—	616	—	3.616	—	—	—	—	—
Madrid	—	—357	1.336	—407	572	—	—357	343	—542	—556
Murcia	820	—185	1.007	—101	1.541	482	—163	320	—197	442
Navarra	—	—599	—	—77	—676	—	—744	—	—	—744
Rioja		—28	86	—53	5	—	—32	121	—94	—5
Valencia	—	—	187	—	187	5.000	—	—	—	5.000
País Vasco	6.300				6.300	7.550	—2.625	—	—	4.925
TOTAL	16.523	—1.351	18.064	—1.005	32.231	42.171	—4.218	10.244	—19.094	29.103

CUADRO N.° 5

(Millones de pesetas)

Comunidades autonomas	1985 Emision D.P.	Amortiz. D.P. (—)	Créditos L.P.	Amortiz. Créditos L.P. (—)	Total
Andalucía	12.750	— 1.977	—	—	10.773
Aragón	1.000	—	—	—	1.000
Asturias	550	—176	665	—107	932
Baleares	1.200	—	—	—92	1.108
Canarias	5.701	—	—	—10	5.691
Cantabria	—	—112	2.052	—347	1.593
Castilla-La Mancha	—	—	849	—	849
Castilla-León	2.800	—	224	—	3.024
Cataluña	17.000	—30.878	31.500	—	17.622
Extremadura	2.000	—	—	—	2.000
Galicia	5.500	—	—	—	5.500
Madrid	—	—732	371	—837	—1.198
Murcia	—	—176	2.170	—914	1.080
Navarra	—	—804	—	—87	—891
Rioja, La	—	—36	371	—121	214
Valencia	6.950	—207	124	—	6.867
País Vasco	13.500	—4.625	—	—	8.875
TOTAL	68.951	—39.723	38.326	—2.515	65.039

CUADRO N.° 6

(Millones de pesetas)

Entes territoriales	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Emisión de deuda pública	2.977	9.303	37.947	54.570	20.510	47.875	81.599
— Amortización	—2.401	— 2.585	— 3.678	— 5.346	— 8.882	—10.755	—49.342
Créditos a largo plazo	86.164	64.053	67.091	84.885	72.172	96.437	198.779
(—) Amortización	—8.263	—31.303	—29.990	—31.594	—37.043	—69.492	—68.380
TOTAL ENDEUDAMIENTO NETO	78.477	39.468	71.370	102.515	46.757	64.065	162.656

CUADRO N.° 7

DEUDA Y CREDITOS EN CIRCULACION DE LOS ENTES TERRITORIALES

(En miles de millones)

Tipo de deuda	1982	1983	1984	1985 (P)	1986 (A)
1. Deuda interior negociable	149,5	169,3	202,3	247,9	356,5
1.1. Corporaciones locales	121,2	124,1	127,6	136,9	179,8
1.2. Comunidades autónomas	28,3	45,2	74,7	111,0	176,7
2. Créditos en pesetas	480,4	559,1	605,7	735,7	881,0
2.1. Sistema bancario	128,0	191,6	229,6	285,4	370,1
2.2. Crédito oficial	352,4	367,5	376,1	450,3	510,9
Del cual: liquidación de deudas (*)	154,9	143,6	117,1	160,9	155,4
3. Créditos del exterior	15,0	21,3	33,1	27,7	25,0
4. Total deuda y créditos en circulación de los EE.TT. (1 + 2 + 3)	644,9	749,7	841,1	1.011,3	1.262,5

(P): Provisional; (A): Avance.

(*) La carga financiera (intereses y reembolso de capitales) derivada de estos créditos ha sido asumida por el Estado.

Fuente: Banco de España.

COLABORACIONES

VI. CONSIDERACION ACTUAL DE ALGUNOS EFECTOS DE LA DEUDA PUBLICA

INTRODUCCION

LA extendida preocupación actual suscitada por el endeudamiento público creciente y generalizado ha contribuido a reavivar el interés teórico y aplicado acerca de los problemas de la deuda pública. Las preguntas que plantea la financiación del déficit público mediante deuda pueden agruparse en tres grandes bloques: ¿Cuál es la situación actual de la deuda pública? ¿Cuáles son sus efectos sobre la actividad económica? ¿De qué alternativas dispone la autoridad económica en su política de endeudamiento público?

Descripción, análisis y política son, sin embargo, aspectos que aparecen entremezclados de forma inseparable en la mayor parte de las colaboraciones que aparecen en este número. Mantener la diferenciación es, en todo caso, útil desde el punto de vista de la ordenación de los problemas que el estudio de la deuda pública suscita. Este es el criterio que ha inspirado la selección de trabajos que configuran la presente sección, cuya finalidad es ofrecer un panorama de las principales cuestiones de contenido analítico y teórico relacionadas con los efectos económicos de la deuda pública.

Entre estas cuestiones sobresalen dos, íntimamente relacionadas entre sí: la polémica acerca de la carga intergeneracional de la deuda pública y la discusión sobre los efectos macroeconómicos de la financiación del déficit mediante deuda. Desde el punto de vista del reparto intergeneracional de la carga de la financiación del gasto público, ¿tiene alguna trascendencia la elección entre impuestos y deuda pública? Una vieja proposición, enunciada por David Ricardo, establece que, bajo ciertas condiciones, la alternativa impuestos-deuda es irrelevante. Puesto que un déficit público presente implica, necesariamente, más impuestos en el futuro, los individuos reaccionarán ante las emisiones de deuda aumentando su ahorro para hacer frente a los pagos impositivos previstos y manteniendo sus patrones intertemporales de gasto. Así, la carga de la financiación del gasto público no sería trasladable entre generaciones.

El trabajo de **José Manuel González-Páramo** y **Carlos Contreras** ofrece una breve revisión de la literatura básica sobre la distribución intergeneracional de la carga de la deuda. La exposición comienza destacando el papel de los conceptos de «generación» y «carga» en la discusión. A continuación, tras presentar las aportaciones tradicionales sobre el impacto intergeneracional de la emisión de deuda pública, el trabajo se concentra en el análisis de la plausibilidad de las condiciones bajo las cuales el «teorema de equivalencia» ricardiano es válido como aproximación a los efectos del endeudamiento público.

El teorema de equivalencia o neutralidad de la deuda es el punto de referencia de la discusión moderna sobre los efectos de una sustitución de impuestos por deuda. Sin embargo, ni su contenido ni sus implicaciones han sido universalmente aceptadas, como ponen de manifiesto las colaboraciones de **Richard Musgrave** y **Juan Francisco Corona Ramón**. Musgrave dedica sus reflexiones a un período que se abre en el siglo XVIII, con Mellon y la escuela mercantilista, y que llega hasta fines de los años 60, epoca en la que

afloran las primeras críticas a la doctrina keynesiana de irrelevancia de la deuda pública. La reformulación por Robert Barro del teorema de equivalencia a mediados de los 70 y las críticas suscitadas por la posición de Barro, entre las que destacan las realizadas por Martin Feldstein y James Buchanan, dan contenido al moderno debate acerca de los efectos intergeneracionales del endeudamiento público. Los trabajos del profesor Corona sintetizan los principales hitos de esta polémica y subrayan el papel de la ilusión de la deuda pública —derivada de los errores de comprensión y valoración, por parte de los individuos, de los impuestos asociados a la deuda— como posible causa de incumplimiento de la proposición de neutralidad.

Que el debate sobre la doctrina de neutralidad de la deuda haya llegado a alcanzar un lugar central en la discusión hacendística y macroeconómica se debe, más que a sus implicaciones de equidad intergeneracional, a su transcendencia para la valoración del papel de la política fiscal. De ser cierto que deuda e impuestos son equivalentes: 1) las rebajas impositivas serán ahorradas por los agentes económicos en anticipación de mayores impuestos futuros, careciendo de impacto alguno sobre la demanda agregada; 2) el déficit público carece de justificación como medio de estimular la economía, y 3) los efectos de la política presupuestaria están plenamente determinados por el nivel y la composición del gasto público. En caso contrario, la deuda pública será percibida por los agentes privados como riqueza neta, estimulando a corto plazo la demanda agregada y presionando al alza sobre los tipos de interés.

Lo irreconciliable de ambas posiciones y sus implicaciones radicalmente contrapuestas para la orientación de la política fiscal han desplazado la polémica al terreno empírico. El trabajo de **José Luis Raymond** y **José Manuel González-Páramo** ofrece una revisión de las aportaciones de tipo empírico disponibles para las principales economías desarrolladas, lo que da paso a un examen de la cuestión de la neutralidad de la deuda con referencia al caso de la economía española. La evidencia econométrica indica que la hipótesis de equivalencia, en su versión extrema, tiene una capacidad explicativa y predictiva inferior a la que se deriva del enfoque keynesiano. Ello no permite, sin embargo, interpretar el papel de la política presupuestaria desde el optimismo fiscalista dominante en los años sesenta.

Una vez se admite que el déficit público tiene efectos sobre la demanda agregada, la magnitud de éstos depende en gran medida de los fenómenos de «*crowding out* financiero» (efectos contractivos derivados de la elevación de los tipos de interés). El grado de *crowding out* es función del papel asignado a la política monetaria y del grado de coordinación de las políticas monetaria y fiscal. De todas estas cuestiones se ocupa el artículo de **Jean-Claude Chouraqui**, quien, tras examinar brevemente las implicaciones monetarias de las distintas alternativas de financiación del déficit, revisa la experiencia disponible para los principales países de la OCDE en los años setenta.

Si la deuda pública ha sido estudiada preeminentemente desde las perspectivas de equidad intergeneracional y de sus efectos

macroeconómicos, no es menos importante su papel en el contexto de economías en crecimiento. Como señalan **Agustín Molina Morales** y **José Sánchez Maldonado** en su trabajo, una de las tareas fundamentales de la hacienda pública es la de contribuir a la acumulación de capital. En los países en vías de desarrollo, la falta de bases impositivas y de un aparato gestor adecuado, así como los efectos negativos de la creación monetaria, hacen del endeudamiento público —sobre todo de origen exterior— un recurso apropiado para la financiación de los gastos de inversión. Este artículo analiza las características de la deuda pública de los países en desarrollo y sus efectos económicos, concentrándose en el estudio de la evolución reciente de la deuda y la aproximación empírica de la relación entre ésta y el grado de desarrollo. Los autores concluyen sosteniendo que la deuda pública en estos países ha llegado a alcanzar niveles que la convierten, más que en una ayuda, en una pesada rémora para el proceso de crecimiento.

Esta sección se cierra con un trabajo teórico de **Miguel Angel López García**, en el que se estudia la interacción de la deuda pública, los impuestos y el crecimiento demográfico en el contexto de un modelo de generaciones sucesivas. El autor analiza los efectos de la emisión de deuda pública sobre el ahorro, la acumulación de capital, los rendimientos de los factores de producción y el bienestar de los individuos. Una de las conclusiones más interesantes del trabajo establece que los gobiernos tienen la posibilidad de neutralizar el impacto de la emisión de deuda a través de alteraciones en su política impositiva.

TRASLACION INTERGENERACIONAL DE LA CARGA DE LA DEUDA PUBLICA

José Manuel GONZALEZ-PARAMO
Carlos CONTRERAS

I. INTRODUCCION

EL análisis de los efectos de la deuda pública sobre la actividad económica y la equidad entre generaciones constituye un tema recurrente y de muy larga tradición dentro de la literatura hacendística y macroeconómica. Una parte sustancial de la investigación sobre los efectos de la deuda se ha orientado a tratar de dilucidar si existen diferencias económicas sustanciales entre financiar un volumen dado de gasto público con impuestos o hacerlo recurriendo al endeudamiento. ¿Son deuda e impuestos formas equivalentes de financiar el gasto? ¿Perciben los agentes privados la deuda pública como riqueza neta? ¿Existe o no traslación intergeneracional de la carga de la deuda? La respuesta a estos interrogantes, íntimamente relacionados entre sí, es crucial para la valoración de la eficacia de la política fiscal y su impacto sobre la distribución del bienestar entre generaciones.

Este trabajo pretende ofrecer una breve revisión de la literatura básica sobre las principales cuestiones relacionadas con la distribución intergeneracional de la carga de la deuda. La exposición se organiza del siguiente modo. En la sección segunda se destaca el papel de los conceptos de «generación» y «carga» en la discusión. La sección tercera presenta las aportaciones tradicionales acerca de la traslación de la carga de la deuda a generaciones futuras. La literatura más reciente adopta como punto de referencia fundamental el llamado «teorema de equivalencia ricardiano» (1), de acuerdo con el cual una sustitución de impuestos por deuda tiene efectos económicos neutrales bajo ciertas condiciones. La sección cuarta analiza sucintamente la plausibilidad de estas condiciones en distintos escenarios. La última sección contiene unos comentarios finales.

II. ALGUNOS CONCEPTOS

Una parte no despreciable de la controversia acerca de la incidencia intergeneracional de la financiación del gasto público con deuda puede atribuirse a cuestiones casi puramente semánticas, unidas a cierta falta de precisión acerca de los efectos económicos considerados. ¿Qué individuos integran una generación? ¿En qué sentido puede suponer una carga la emisión de deuda pública?

En las primeras aportaciones acerca de la distribución intergeneracional de la carga, el concepto de «generación» fue entendido, en ocasiones, como un conjunto de individuos incluidos dentro de un determinado segmento de edades. En otros casos, se entendió por generación futura aquel colectivo de individuos que viven en un momento posterior al de creación de la deuda.

Ambas nociones permiten, sin embargo, que distintas generaciones incluyan individuos comunes, lo cual oscurece las implicaciones del análisis y reclama cualificaciones adicionales para identificar a los colectivos «activos» y «pasivos» en el proceso de endeudamiento. La concepción de generación dominante en la actualidad identifica ésta con un conjunto de personas que viven en un determinado período, excluyendo aquellas que ya vivían en un período anterior. La literatura reciente sobre el tema, basada por lo general en modelos de generaciones superpuestas (2), ha hecho de este concepto una de las piezas fundamentales del análisis de los efectos de la emisión de deuda pública.

La noción de «carga» de la deuda, entendida ésta como la asociada al conjunto de impuestos necesarios para financiar el pago de intereses y la devolución del principal, es clara sólo en apariencia, como se pone de relieve en la multitud de interpretaciones a que se ha visto sujeta. Desde un punto de vista objetivo, puede identificarse la carga con las reducciones producidas en el consumo y la inversión privados ocasionadas por los pagos impositivos (por ejemplo, Lerner, 1961). Para otros, sin embargo, el concepto relevante de carga es de tipo subjetivo, debiéndose aproximar por la pérdida de utilidad experimentada por los sujetos (por ejemplo, Buchanan, 1958). Esta perspectiva permite tener en cuenta los efectos de la emisión de deuda en el presente sobre las decisiones de trabajo y ocio en distintos períodos.

Además de estas dos definiciones, la literatura ha utilizado otras

que conviene distinguir. Este es el caso de las llamadas «carga financiera», que vendría medida por la suma de las transacciones monetarias mediante las cuales se financian los intereses y la amortización del principal, y «carga real», entendida como el sacrificio de recursos productivos y reducciones en la disponibilidad de bienes de consumo o de capital. A esta acepción cabe asimilar la definición keynesiana de carga —reducción en el consumo agregado—, cuyos orígenes se remontan a los trabajos de Viner, para quien «el coste de la guerra para un país que no pide prestado al exterior debe ser financiado a cargo de la renta corriente». Esta misma idea fue popularizada posteriormente por Samuelson (1958).

Por su parte, Bowen, Davis y Kopf (1960) precisan el concepto de carga real intergeneracional. Así, la carga real para una generación viene medida por la reducción en el consumo de bienes privados durante la vida de dicha generación. Esta definición pone de relieve que el sacrificio de unidades de consumo en un período por parte de una generación podría eventualmente compensarse a lo largo del ciclo vital de ésta.

Otra de las cuestiones que han recibido atención es la que se refiere a la distinción entre carga bruta y carga neta, conceptos implícitamente definidos por Bowen, Davis y Kopf (1960). Se considera carga bruta al conjunto de efectos sobre el consumo o el bienestar en el ciclo de vida de una generación derivados del endeudamiento o de la imposición, sin tenerse en cuenta los efectos derivados del gasto público. La carga neta tiene en cuenta también los efectos del gasto.

Una última distinción, debida a Buchanan (1958), es la que diferencia entre carga primaria, con la que se identifican los impuestos directamente establecidos para el pago de intereses y principal, y carga secundaria, que englobaría los efectos diferenciales sobre el comportamiento privado de la financiación del gasto público con deuda en lugar de recurrirse a impuestos en el período corriente.

III. CARGA DE LA DEUDA Y GENERACIONES FUTURAS

La primera toma de posición doctrinal con respecto a la incidencia intergeneracional de la deuda pública puede encontrarse en los escritos de Melon y otros mercantilistas (véase Musgrave, 1985), para quienes no existe posibilidad de traslación de carga alguna. El crédito es contemplado como creación de riqueza. La deuda pública interior no es sino deuda que «la mano izquierda debe a la derecha».

Adam Smith rechazó con virulencia ambas afirmaciones, tachándolas de sofismas de la escuela mercantilista. Para los autores clásicos —esencialmente Smith y Ricardo, pese a que algunas reflexiones marginales de este último hayan inspirado la formulación posterior del «teorema ricardiano de equivalencia», de implicaciones en las que Ricardo no creyó— la deuda pública es económicamente análoga a la deuda privada. El endeudamiento puede resultar necesario en circunstancias excepcionales, pero la norma debe ser la financiación impositiva, cuya carga es sentida de una sola vez por los contribuyentes, creando en éstos resistencia y estimulando la vigilancia necesaria para evitar el despilfarro público.

Una sustitución de impuestos por deuda tendrá efectos negativos sobre el bienestar de las generaciones futuras, ya que ésta tiende a reducir en mayor medida que aquéllos la tasa de ahorro actual, el capital productivo transmitido por las generaciones presentes y, por tanto, la renta y el consumo potenciales en el futuro.

El razonamiento implícito que explica la reducción en la tasa de ahorro es que la deuda pública se percibe como riqueza neta. Como las obligaciones de la deuda significan pagos por impuestos en el futuro, que parecen más difusos a los ojos de la generación actual, adquirente de deuda, ésta financiará sus compras de bonos con cargo a su ahorro, más que con cargo a su consumo.

Admitida por los clásicos la capacidad de la deuda para trasladar la carga bruta de la financiación del gasto público, su posición normativa frente a las emisiones de deuda se vincula directamente con la naturaleza del gasto. En general, los gastos públicos son consuntivos, con lo que la emisión de deuda debe valorarse como política irresponsable e injusta para con las generaciones futuras. Inversiones autoliquidables y gastos extraordinarios serían la única justificación para el eventual empleo de este mecanismo de financiación.

Durante las décadas de los años treinta a los cincuenta se produjo cierto consenso en torno a la inexistencia de traslación de carga asociada a la deuda entre generaciones. El argumento clásico fue interpretado por los keynesianos como un obstáculo en su propósito de abolición del «tabú del déficit público» y de apoyo a la política fiscal discrecional. No existen diferencias de carga intergeneracional entre financiar el déficit con

deuda o mediante mecanismos alternativos. Esta «equivalencia» de efectos intergeneracionales, junto a la defendida superioridad de la deuda como mecanismo de absorción de ahorro privado excedente que, de otra forma, desaparecería a través de una contracción de la renta, explica la defensa keynesiana de las políticas deficitarias para estimular la demanda a corto plazo. La teoría keynesiana se convirtió así en la «nueva ortodoxia» de la deuda pública.

La tesis keynesiana se apoya en el argumento de que en una economía cerrada no puede disponerse de más bienes o servicios que los que en el momento presente se producen. En consecuencia, si el uso de recursos públicos significa una reducción en la utilización de recursos privados —lo que no necesariamente ocurre en presencia de desempleo—, ésta es independiente del mecanismo de financiación. En caso de financiación con deuda, los futuros contribuyentes pagarán los intereses, que serán una pura transferencia monetaria a los futuros tenedores de títulos. La carga en bienes reales la soportará, en todo caso, la generación presente.

A principios de los años sesenta, Buchanan, Bowen, Davis y Kopf, Musgrave y Modigliani, entre otros, iniciaron una corriente de crítica a la posición ortodoxa. Es Buchanan (1958) quien abre el ataque contra la afirmación «ortodoxa» de que la generación actual es la que soporta la carga de la deuda. En su opinión, los adquirentes de deuda lo hacen voluntariamente, como alternativa a su consumo actual, aplazando su consumo al futuro a cambio de un interés. En consecuencia, la generación actual no considera su compra como un sacrificio y no soporta la carga. Son las generaciones futuras, por el contrario,

LA ILUSION DE LA DEUDA PUBLICA

Juan Francisco CORONA RAMON

En su famosa *Teoría de la ilusión financiera*, Puviani establecia el concepto de «ilusión fiscal», argumentando que las autoridades tratan siempre de crear en los ciudadanos el convencimiento de que están pagando menos impuestos y recibiendo más a cambio de lo que sucede en la realidad. Esta hipótesis, seguida y ampliada por numerosos economistas, se ha visto sin embargo fuertemente cuestionada en base a algunos de los supuestos implícitos de la misma.

En este sentido, se ha señalado que no puede sostenerse la hipótesis de una subestimación impositiva permanente, ya que no existen razones lógicas que expliquen dicho fenómeno, que implicaría una sucesión de pequeñas subestimaciones o, en otras palabras, ausencia de aprendizaje por parte de los ciudadanos. Por otro lado, también se ha puesto de relieve que, incluso en el caso de que la carga impositiva *total* sea subestimada (porque es permanente), este argumento no puede usarse para justificar la subestimación del coste *marginal*. De hecho, el efecto de habitualidad no puede aplicarse a los costes marginales, a pesar de que algunos métodos de financiación —en concreto la deuda pública— pueden generar valoraciones incorrectas de los costes fiscales totales y marginales, tal como veremos a continuación.

LA «ILUSION DE LA DEUDA PUBLICA»

En esta perspectiva, el análisis de la deuda pública a partir de un enfoque de «ilusión fiscal» puede ofrecer algunos resultados interesantes, teniendo en cuenta que la existencia o inexistencia de la «ilusión de la deuda» es, de hecho, un factor capital en el debate sobre la neutralidad de la deuda. De acuerdo con Barro, la hipótesis de neutralidad descansa en el hecho de que cuando se utiliza el endeudamiento público, en lugar de la imposición, como fuente de financiación las expectativas sobre futuros impuestos adicionales de igual valor presente compensan la reducción actual de impuestos.

Es obvio que, de aceptar en su integridad la tesis de neutralidad, los efectos de la deuda y la imposición pueden considerarse equivalentes, y el argumento de la ilusión de la deuda pierde todo su significado. Sin embargo, la controversia relativa a los teoremas de equivalencia y de neutralidad no ofrece hoy en día evidencia suficiente para dar una solución concluyente, por lo que puede aceptarse la necesidad de un estudio más específico de los posibles efectos de ilusión fiscal asociados a la deuda pública.

A partir de los planteamientos iniciales de David Ricardo, en la literatura económica siempre ha estado presente de alguna manera el concepto de «ilusión de la deuda pública». Sin embargo, el tratamiento explícito de la cuestión es mucho más reciente, y puede situarse a partir de la aportación de Vickrey, convenientemente modificada por otros autores. Según una concepción general, dicha ilusión se ha definido como una anticipación incorrecta e imperfecta por parte de los ciudadanos contribuyentes de las cuotas tributarias a satisfacer por los impuestos futuros que entraña una emisión de deuda pública.

Esta concepción tradicional no está exenta de imprecisiones que conviene matizar debidamente. En primer lugar, hay que poner de relieve que hay que evitar la comodidad de realizar una sencilla analogía entre la «ilusión de la deuda» y la «ilusión fiscal». En este caso, no puede decirse que el individuo incurra en tal ilusión al suponer incorrectamente la existencia de unas características en un fenómeno determinado que éste no tiene. El ciudadano es consciente de que la emisión de deuda pública generará en el futuro las cargas correspondientes a los intereses y a la amortización del principal, que se traducirán en un aumento futuro de la imposición, para cuya estimación el individuo incurre en una incertidumbre, que no puede eliminar, sobre su situación futura. En el caso de que sus estimaciones sean incorrectas, puede hablarse de error de cálculo o de estimación, pero no de «ilusión fiscal».

El concepto moderno de «ilusión de la deuda» no se refiere por tanto a la subestimación realizada por los ciudadanos de sus futuras obligaciones tributarias para atender a las cargas de la deuda. La nueva concepción se define en términos del grado en que los individuos no perciben con precisión el total de impuestos futuros que implica la emisión de deuda pública, y que tendrán que ser satisfechos por los miembros actuales de la comunidad y/o generaciones futuras.

De acuerdo con esta definición, es evidente que el volumen de imposición futura generada por una emisión de deuda puede determinarse con precisión en función de las condiciones de la emisión (si asumimos unos costes transaccionales nulos), con lo que no puede hablarse de una incertidumbre sobre la percepción de los impuestos. La ilusión sólo puede surgir motivada por una insuficiencia de información, procediendo en este caso la consideración de la ilusión en sentido estricto.

LA PERCEPCION DE LA DEUDA PUBLICA Y DE LOS IMPUESTOS

Desde esta óptica, el concepto de la percepción impositiva debe considerarse como punto central en cualquier análisis relativo a la deuda pública. Si la «ilusión de la deuda» aparece como consecuencia de errores de comprensión y de valoración, por parte de los individuos, de los impuestos asociados a la deuda, y tal como hemos sugerido, sí que procede hablar de ilusión en sentido estricto.

La percepción por parte de los ciudadanos de los impuestos futuros mencionados se ve afectada por diversos factores:

a) Ignorancia e información imperfecta

En economía se asume que la ignorancia está originada en buena medida por los elevados costes de adquirir información. En el caso de la deuda pública, la complejidad de su estructura (diferencias de títulos, intereses, vencimientos, etc.) provoca un encarecimiento de la información y, por lo tanto, un aumento de la ignorancia del consumidor racional. La información imperfecta puede considerarse en sí misma como una fuente de la ilusión, prescindiendo del grado de conocimiento que puedan tener los ciudadanos sobre las emisiones de deuda pública. Aunque los datos fundamentales de dichas emisiones sean conocidos, la ignorancia sobre los conceptos matemáticos de equivalencia, la elección de las tasas de interés aplicables, etc., pueden conducir a una evaluación incorrecta de los impuestos futuros, con su correspondiente «ilusión».

De otro lado, resulta difícil negar la existencia de una cierta «ilusión fiscal» en función de la «invisibilidad» de los impuestos y del sistema de recaudación de los mismos. Mediante la utilización de los procedimientos oportunos, la carga impositiva puede parecer inferior a la existente en la realidad. Como la emisión de deuda conduce a una imposición futura, y como, en el sentido apuntado, la imposición futura será todavía más «invisible» que la imposición actual, parece claro que las consecuencias del endeudamiento público serán subestimadas, como consecuencia, una vez más, de una información imperfecta, en este caso la relativa a la percepción de las cargas tributarias.

b) Expectativas individuales

La percepción de las futuras cargas tributarias está también afectada por las expectativas individuales. Así, algunos factores como la importancia de las emisiones, su plazo y los impuestos necesarios para el servicio de la carga de la deuda actual pueden tomarse como indicadores sobre el nivel futuro de endeudamiento y, adicionalmente, de incrementos impositivos.

Como hemos comentado previamente, si los contribuyentes desean tener en cuenta dichas cargas, será preciso que establezcan expectativas sobre sus futuras deudas impositivas, y como la distribución futura de la carga tributaria dependerá de las futuras leyes fiscales, también será necesario que establezcan sus expectativas con respecto a las mismas para determinar cuál será el impacto concreto de la emisión de la deuda. Todo ello contando con el problema adicional de que las expectativas futuras se forman sobre una información incompleta, debido al coste que supone su determinación para el ciudadano racional.

El mecanismo de aprendizaje podría hacer de las expectativas un elemento importante para evitar la «ilusión de deuda»; sin embargo, dicho mecanismo puede quedar invalidado ante una política de autorreproducción de la deuda (emitiendo nueva deuda para garantizar el servicio de la ya existente). De esta manera, las futuras cargas impositivas de la deuda se difieren en el tiempo de forma permanente, creando unas expectativas racionales en el ciudadano que le inducen a considerar la inexistencia de cargas tributarias derivadas del endeudamiento público.

Sin embargo, de estos hechos no se deriva necesariamente la existencia de la «ilusión de la deuda» en el sentido de la subvaloración de su carga. Los contribuyentes se enfrentan a un elevado grado de incertidumbre, por lo que si consideramos como pauta habitual de comportamiento la aversión al riesgo, tenderán a asignar un peso mayor, más bien que uno menor, a una determinada cantidad anticipada de impuestos futuros, y tanto mayor a medida que aumenta la incertidumbre vinculada al proceso considerado.

En cualquier caso, el problema consistiría en si el aumento de las previsiones sobre el valor esperado se aplica sobre una sistemática subvaloración en el valor esperado de las cargas. Aunque, para ser rigurosos, no podemos olvidarnos de la posibilidad de que exista una subvaloración simétrica de los beneficios que se deriven de la provisión de bienes y servicios públicos, es decir, una «ilusión del beneficio» que compensaría los efectos en sentido inverso. Concretando más, en el caso de la deuda pública, si bien el coste de oportunidad asociado con la misma se considera reducido, ya que será soportado en el futuro, el mismo razonamiento puede ser aplicado para los beneficios futuros derivados del gasto público financiado con la emisión de deuda.

las que soportan la carga de la deuda, toda vez que tienen que financiar el pago de los intereses y la amortización del principal mediante el pago de impuestos adicionales a los que hubieran soportado si la generación actual hubiera financiado los gastos públicos con impuestos. El enfoque de Buchanan centra su atención en el aspecto financiero de la carga (impuestos pagados) y no en la carga real (cambios en el ahorro y la inversión), así como en la desagregación de la carga de la deuda entre los individuos, entendida la noción de carga como sacrificio o pérdida de utilidad. Su argumento es independiente de que la emisión de deuda altere o no las decisiones de ahorro e inversión de la generación presente.

Por su parte, Bowen, Davis y Kopf (1960) critican la visión ortodoxa partiendo del supuesto de que la deuda se financia con cargo a los gastos de consumo y no mediante reducciones en el ahorro. La justificación de esta hipótesis es la de situarse en el «caso más difícil»: si se demuestra que es posible traslación parcial de carga de la deuda hacia generaciones futuras sin necesidad de reducciones en el ahorro, tanto la tesis clásica como la «nueva ortodoxia» habrán quedado refutadas. De acuerdo con estos autores, que argumentan por vía de contraejemplo, una vez adquiridos los títulos de deuda por la primera generación, ésta podría venderlos a una segunda, y así sucesivamente hasta su vencimiento. La generación posterior a la última tenedora será la que soporte la carga de la deuda en forma de un menor consumo vital.

Shoup (1962 y 1969) considera, sin embargo, que la argumentación de Bowen, Davis y Kopf no invalida la teoría clásica de que las generaciones futuras sólo so-

portan la carga si reciben una cuantía menor de capital real. Esto ocurrirá si la generación actual consume el producto de la venta de los títulos, en lugar de haber renunciado a su venta y haber legado estos títulos a la generación siguiente de forma voluntaria.

Por otra parte, Musgrave (1959) ofrece otro argumento contrario a la nueva ortodoxia keynesiana, indicando que la carga de la deuda se reparte, necesariameante, entre diferentes generaciones, mientras que la financiación impositiva recae únicamente sobre la generación presente. Su enfoque se apoya en el principio del beneficio de la equidad aplicado a la financiación de bienes de capital duraderos. No obstante, su argumentación supone implícitamente la inexistencia de herencias, lo que disminuye obviamente su efectividad crítica.

Modigliani (1961) considera, por su parte, que el análisis sobre la traslación de la carga debiera apoyarse en las variables flujos, y no en las variables *stocks*, poniendo énfasis en los efectos a largo plazo, y no en los efectos inmediatos de la deuda, a diferencia de la teoría que exclusivamente contempla la posible carga de la deuda derivada de la reducción en la oferta de capital. Su razonamiento, expuesto en el marco de la teoría keynesiana, es aplicable —aunque no idénticamente— a contextos tanto de pleno empleo como de recursos ociosos. A su juicio, los impuestos se satisfacen a costa de reducciones en el consumo, mientras que la emisión de deuda detrae recursos que se hubieran destinado en su mayor parte al ahorro. En consecuencia, como en una situación de pleno empleo los gastos públicos necesariamente expulsan inversión privada, la financiación con deuda tiene mayores efectos negativos —reducción del ahorro y, consiguientemente, de los gastos de inversión— que la imposición, mermando los flujos de renta disponibles para las generaciones futuras.

Las críticas a la ortodoxia keynesiana fueron replicadas, entre otros, por Lerner (1961), Samuelson (1964) y Mishan (1963), quienes se reafirmaron en sus postulados e incorporaron algún nuevo argumento. Así, Mishan critica a Modigliani su ignorancia de los posibles efectos secundarios positivos del gasto público (bienes públicos, economías externas, etcétera). Sin embargo, el debate no tuvo como resultado un vencedor claro.

La década de los setenta fue la del vigoroso resurgir de la proposición de ausencia de carga de la deuda, de la mano de los neomonetaristas de la Nueva Macroeconomía Clásica. «¿Cómo es posible que la sociedad, por el mero artificio de endeudarse consigo misma, pueda engañarse creyendo que es más rica?» Este interrogante retórico, debido al neokeynesiano Tobin (1952), es retomado por Robert Barro (1974), quien, en un célebre artículo publicado en el *Journal of Political Economy*, reformula el llamado «teorema ricardiano de equivalencia» de los efectos intergeneracionales de deuda pública e impuestos como alternativas de financiación del gasto público en un contexto de «ultrarracionalidad». De acuerdo con Barro, si los individuos son racionales, los mercados de capitales son perfectos y las distintas generaciones están vinculadas entre sí a través de una cadena operativa de transferencias y legados —entre otras condiciones—, impuestos y deuda son formas económicamente equivalentes de financiar el gasto público. En otras palabras, la emisión de deuda carece de efectos riqueza, pues en este contexto los individuos descontarán de su renta disponible el valor actual de los impuestos futuros adicionales necesarios para repagar la deuda, con lo que no habrá razón alguna para que modifiquen sus decisiones de consumo.

La coherencia teórica del análisis de Barro y la aparición casi coincidente en el tiempo de trabajos empíricos confirmando las implicaciones del teorema de equivalencia (por ejemplo, véanse Kochin, 1974, y Tanner, 1979) dieron a esta nueva perspectiva un gran impulso, convirtiéndola en el centro de una controversia teórica y empírica que se prolonga hasta el presente. En la próxima sección nos ocuparemos de algunas de estas cuestiones, con especial énfasis en las condiciones que limitan la validez del teorema de equivalencia.

IV. ALGUNAS CUESTIONES ACERCA DEL TEOREMA RICARDIANO DE EQUIVALENCIA

Cuando se decide financiar un determinado volumen de gasto público mediante emisión de deuda pública, ésta da lugar a una corriente futura de pagos de intereses y reembolso del principal a la que es necesario hacer frente. Las alternativas de financiación que se ofrecen son esencialmente dos: recurrir a impuestos adicionales explícitos o implícitos —creación de base monetaria—, o incurrir en nuevos déficit y refinanciarlos con emisiones de nueva deuda.

1. Financiación del servicio de la deuda con impuestos adicionales futuros

Si partimos de una situación de imposibilidad de refinanciación de la deuda vía incrementos en la renta y posteriores déficit financiados con nuevas emisiones de deuda, la restricción presupuestaria del gobierno forzará a introducir impuestos adicionales futuros. En estas circunstancias, la validez de la hipótesis de neutralidad de la deuda —no percepción de ésta como riqueza neta y, consecuentemente, inexistencia de efectos sobre la demanda agregada— requiere el cumplimiento de diversas condiciones de carácter más o menos restrictivo, que se sintetizan a continuación.

En primer lugar, exige que los adquirentes de deuda no puedan eludir la futura carga impositiva, ya sea muriendo, lo que parece reclamar la existencia de *vidas infinitas,* o bien abandonando la jurisdicción fiscal. Si las vidas de los individuos son finitas es posible morir en situación de insolvencia, trasladando deuda a las futuras generaciones (Modigliani, 1961, y Diamond, 1965). Como es un hecho cierto que, en sentido literal, nuestras vidas son finitas, esta primera condición parece en principio bastante restrictiva. Si la función de utilidad de las generaciones actuales no tiene en cuenta el bienestar de los descendientes, o viceversa, la sustitución de impuestos por deuda pública será percibida como riqueza neta. Esto significa que se incrementará el gasto de consumo, reduciéndose la tasa de ahorro, y derivándose de ello un aumento en los tipos de interés y, consiguientemente, una reducción en la inversión. El *stock* de capital heredado por las futuras generaciones será, en este caso, menor y se producirá traslación de la carga de la deuda.

Como ponen de relieve estos comentarios, el horizonte utilizado por la generación actual para la capitalización de la corriente de deudas impositivas futuras es trascendental para determinar los efectos sobre la demanda agregada de la financiación del déficit con deuda pública y para valorar el impacto redistributivo intergeneracional de la sustitución de impuestos por deuda. En el supuesto de que el horizonte relevante para el pago de impuestos sea inferior al horizonte de pago de intereses, la neutralización de deudas impositivas futuras será solo parcial, y existirá traslación de carga hacia futuras generaciones (3).

Esta objeción puede no ser, sin embargo, fundamental. Barro (1974) contraargumenta que si consideramos la existencia de *transferencias voluntarias entre generaciones* —herencias y donaciones—, esto es, una cadena intergeneracional operativa, el resultado es idéntico al que se obtiene bajo el supuesto de vidas infinitas. Para apoyar su argumento utiliza en su análisis un modelo de generaciones superpuestas (4).

Esta interdependencia de niveles de bienestar entre generaciones permite restablecer el equilibrio existente antes de la emisión de deuda. Los agentes, después de calcular las obligaciones impositivas que se derivan de la deuda para las futuras generaciones, incrementarán su herencia. De esta forma, a pesar de que la vida sea finita, la deuda no será percibida como riqueza neta, y carecerá de efectos sobre el consumo y sobre la demanda agregada.

En una réplica global a la tesis de Barro, Tobin (1980) sugiere que la redistribución temporal de impuestos puede afectar a los planes de ahorro-consumo como consecuencia, entre otras circunstancias, de la existencia de generaciones sin hijos, o bien simplemente indiferentes respecto al bienestar de sus descendientes. Cabe pensar, asimismo, en la existencia de situaciones de «esquina» o de herencia nula (5), como consecuencia de la escasa ponderación de la utilidad de los descendientes. En este caso, las generaciones actuales podrían utilizar las emisiones de deuda para aumentar su riqueza a costa de las generaciones futuras (Buchanan y Roback, 1987).

Feldstein (1982), por su parte, encuentra dos argumentos para rechazar que el «altruismo intergeneracional» conduzca a la neutralización fiscal. En primer término, no sólo la mayoría de la población no deja legados importantes a sus descendientes, sino que buena parte de los legados observados no son intencionados. Y, en segundo lugar, las transferencias intergeneracionales voluntarias que los ascendientes realizan en especie suponen un gasto adicional. De esta forma, la existencia de transferencias intergeneracionales, incluso perfectamente compensadoras, no invalida la tesis de que una reducción de impuestos financiada con deuda pueda incrementar el consumo actual.

En recientes trabajos se ha prestado nueva atención a estas cuestiones. Así, Blanchard (1985) desarrolla un modelo analítico simple en que el horizonte de los agentes puede ser elegido de forma arbitraria. Por su parte, Poterba y Summers (1986a, 1986b) intentan valorar la importancia práctica de las transferencias intergeneracionales y sostienen, en esencia, que la vida humana es lo suficientemente larga como para que los

vínculos intergeneracionales o su ausencia sean decisivos en los resultados a corto plazo de la política fiscal.

La segunda posibilidad de eludir la imposición futura asociada a la emisión de deuda pública es el *abandono de la jurisdicción* fiscal. No cabe pensar, sin embargo, que este fenómeno pueda alcanzar proporciones significativas a nivel internacional. Para Barro, ni siquiera a nivel local o estatal es relevante esta posibilidad, dados los costes de movilidad, la capitalización impositiva en el valor de los bienes inmuebles y el hecho de que las emisiones locales de deuda suelen estar más vinculadas a proyectos de capital que a gastos corrientes.

Otra condición implícita en el argumento de neutralidad es la ausencia de ilusión (6) y certidumbre total respecto de los impuestos futuros. Con respecto a la *ilusión*, el resultado de equivalencia ha sido criticado, entre otros, por Feldstein (1976) y Buchanan y Wagner (1977), al señalar las dificultades para determinar correctamente el incremento de herencia necesario para compensar los futuros impuestos ligados a la deuda. Dificultad que se deriva, por un lado, de las complejidades inherentes al propio cálculo, y por otro, de las complicaciones que surgen al tratar de estimar los efectos, sobre ingresos fiscales y salarios, inducidos por las modificaciones en la tasa de ahorro.

En su réplica a esta crítica, Barro (1976) se apoya en que la complejidad en la estimación de los efectos no justifica que los errores en el cálculo tengan que suponer necesariamente un estímulo de la demanda agregada, lo que implicaría una sistemática infravaloración de las futuras cargas impositivas. En otras palabras, no puede excluirse de antemano que la impredecibilidad de las futuras exigencias tributarias, y la consiguiente dificultad en el cálculo del descuento sobre la riqueza, puedan ocasionar una sobreestimación de las obligaciones tributarias y, consiguientemente, una disminución en la riqueza percibida y en la demanda de consumo. Sencillamente, Barro no considera fácil sustituir la «hipótesis de racionalidad» en los modelos teóricos.

En lo que se refiere al supuesto de *certidumbre* perfecta, los keynesianos consideran que la tasa de descuento de los impuestos futuros, como consecuencia de la incertidumbre de las bases impositivas futuras, será superior al tipo de interés de la deuda, lo que producirá un incremento en la riqueza neta percibida. Este argumento implica que la imposición futura reducirá la variabilidad de las rentas netas esperadas y, por

EQUIVALENCIA Y NEUTRALIDAD DE LA DEUDA PUBLICA: LA POLEMICA BARRO-FELDSTEIN-BUCHANAN

Juan Francisco CORONA RAMON

LA DEUDA PUBLICA Y SUS EFECTOS: UNA POLEMICA INACABADA

La consideración de la deuda pública como fuente de ingresos públicos, como activo financiero y como conflictivo lugar de encuentro de los sectores público y privado, así como de la generación actual y de la futura, ha hecho que numerosos autores hayan dirigido su atención hacia el estudio de la misma.

La deuda pública ha admitido y sigue admitiendo una enorme variedad de explicaciones teóricas y de interpretaciones sobre su funcionamiento y su incidencia en el sistema financiero. Puede hablarse así de diversas concepciones que se han desarrollado en torno a las condiciones que aconsejan la utilización de la deuda pública y a la función que ésta debe desempeñar en la financiación de la actividad estatal.

Históricamente aparece, en primer lugar, la concepción clásica, cuya vigencia se extiende desde su formulación por Adam Smith hasta la década de 1930, y que se sintetiza en tres postulados: la analogía entre deuda pública y privada, la traslación de la carga financiera de la deuda hacia las generaciones futuras y la diferenciación entre deuda pública interior y exterior. Posteriormente aparece la «nueva ortodoxia» de la deuda pública, apoyada en la *Teoría General* keynesiana, cuya concepción básica se centra en la diferenciación entre deuda pública y privada, la no traslación de la carga financiera de la deuda a las generaciones futuras y la diferenciación entre la deuda pública interna y externa.

Los planteamientos de raíz keynesiana mantienen su vigencia hasta que, a partir de la obra de Buchanan en 1958 (1), tiene lugar la revisión de la «nueva ortodoxia» cuyas conclusiones se resumen en: existencia de analogía entre la deuda pública y la privada, traslación de la carga de la deuda hacia las generaciones futuras e inexistencia de diferencias entre la deuda pública interna y externa (2).

Algo al margen de la controversia entre la concepción clásica, la nueva ortodoxia keynesiana y la revisión de Buchanan quedaron las ideas de otro ilustre clásico, David Ricardo; en particular, las referentes a la equivalencia entre deuda pública e impuestos, negando la existencia de traslación de la carga hacia generaciones futuras ante una capitalización previa de la misma.

No deja de ser curioso que los argumentos que en la actualidad se aducen para negar la existencia de la carga de la deuda, no provengan de economistas keynesianos (aparentemente convencidos por los argumentos de Buchanan y otros autores), sino más bien de autores de orientación monetarista o neoclásica, a partir del polémico artículo de 1974 de Robert J. Barro, en el que este relevante profesor, adscrito a la

tanto, el ahorro por motivo precaución (Tobin, 1980, y Barsky, Mankiw y Zeldes, 1986). Barro (1974) y Chan (1983) no aceptan, sin embargo, que la incertidumbre sólo afecte a la riqueza neta en esta dirección. En particular, si la incertidumbre afecta a las cuotas impositivas futuras, el contenido de riesgo en las carteras privadas aumentará, reduciéndose así la riqueza neta.

Una condición adicional para el cumplimiento de la hipótesis de neutralidad de la deuda es la existencia de *mercados privados de capitales perfectos*. Un mercado financiero es perfecto cuando todos los agentes pueden prestar y endeudarse a los mismos tipos para activos de idéntica liquidez. Así pues, la validez del teorema de equivalencia entre deuda e impuestos depende también de la relación existente entre los tipos de interés de las emisiones privadas y públicas.

Así, Mundell (1971) apunta la posibilidad de efectos riqueza neta de la deuda como consecuencia de la capitalización sólo parcial de los impuestos asociados a ésta, cuando existen individuos con tipos de descuento elevados o, en otras palabras, con menores garantías como prestatarios.

En la argumentación de Barro, sin embargo, sólo si el gobierno es más eficiente, en el margen, que el sector privado en el desempeño de las operaciones crediticias la emisión de deuda pueda significar riqueza neta y, consiguientemente, alterar la demanda agregada. Cuando los costes transaccionales derivados de la emisión de deuda y de la percepción de impuestos son inferiores a los costes privados de las transacciones —implícitos en los tipos de interés privados—, la emisión de deuda soslaya los elevados costes transaccionales de las operaciones del mercado privado, y la garantía del sector público —que actúa como intermediario— reduce los costes de endeudamiento. En este caso, el desplazamiento hacia la financiación con deuda incrementará la riqueza percibida por los contribuyentes actuales.

En opinión de Barro, aún en el caso hipotético de que el Estado fuera más eficiente que el mercado privado, podría utilizar mejor esta eficiencia a través de un programa de préstamos directos orientado hacia los individuos con menores garantías que a través de emisiones de deuda. En cualquier caso, la mayor eficiencia del Estado sería una realidad hasta un determinado volumen de deuda. En esta situación, a la que conducirá el proceso político, el efecto

rúbrica de la nueva macroeconomía clásica o de las «expectativas racionales», resucita a nivel académico el «teorema ricardiano de equivalencia». La aportación de Barro fue contestada por algunos especialistas, destacando fundamentalmente las críticas de Feldstein y Buchanan (3), que dieron origen a una polémica que podemos considerar inacabada, puesto que en los últimos años se han sucedido numerosos trabajos a favor y en contra del teorema de equivalencia (4). Precisamente, y en un trabajo muy reciente, Buchanan y Roback (5) plantean la distinción entre la equivalencia ricardiana y los teoremas de neutralidad de Barro, y desarrollan el estudio de la incidencia y los efectos de la deuda pública en un modelo de votación con ausencia de ilusión fiscal.

La evolución de la doctrina sobre la deuda pública, con sus distintas hipótesis de partida y conclusiones abiertas a nuevas formulaciones y valoraciones, no se aparta excesivamente de las ideas básicas que informaban la posición clásica. El hecho de que el teorema de equivalencia y su reformulación moderna se cumpla en circunstancias muy restrictivas parece haber desplazado el debate desde el ámbito teórico al empírico. En particular, la cuestión crucial relativa a si la carga de la deuda se traslada hacia generaciones futuras requiere de una adecuada evidencia empírica si se desea obtener conclusiones clarificadoras. De cara a dotar de mayor rigor a estos estudios, es preciso ensanchar el marco de análisis del debate, concediendo la necesaria atención al estudio de los efectos e incidencia de ingresos y gastos públicos, para poder realizar aproximaciones sobre la valoración y el comportamiento de los individuos ante la deuda pública.

NOTAS

(1) Buchanan, James M., *Public Principles of Public Debt*, Richard, D. Irwin, Homewood, Illinoiss, 1958.

(2) Puede verse una exposición resumida y comentada de esta controversia en: Fuentes Quintana, Enrique: *Hacienda Pública. Introducción, Presupuesto e Ingresos Públicos*, Cap. XXV, Imp. R. García Blanco, Madrid, 1973.

(3) Las aportaciones clave de la polémica Barro-Feldstein-Buchanan están resumidas en las notas correspondientes dedicadas a estos autores. Barro replicó a las críticas recibidas en: Barro, Robert J., «Reply to Feldstein and Buchanan», *Journal of Political Economy*, vol. 84, n.º 2, 1976, págs. 343-349.

Todos estos artículos están traducidos al castellano en López Otero, José Luis (Ed.) *La Deuda Pública*, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 1982.

(4) Puede verse una amplia exposición y comentario de las aportaciones más recientes en el artículo de los profesores González-Páramo y Contreras, incluido en este número de Papeles de Economía Española.

(5) Buchanan, James M., y Roback, Jennifer «The incidence and effects of public debt in the absence of fiscal illusion», *Public Finance Quarterly*, vol. 15, 1987, págs. 5-25.

ROBERT J. BARRO Y EL TEOREMA RICARDIANO DE EQUIVALENCIA

Cuando en 1974, Robert J. Barro se plantea en su famoso artículo (1) si los títulos de la deuda pública constituyen riqueza neta, esta iniciando un nuevo programa de investigación macroeconómico que se plasmará en la aparición de una nueva e interesante polémica sobre la «carga» de la deuda y los efectos económicos de los déficit presupuestarios. De hecho, la aportación de Barro está basada en el teorema elaborado por Ricardo sobre la equivalencia entre deuda pública e impuestos, oportunamente reformulado utilizando técnicas analíticas más formales que las que se habían aplicado con anterioridad a dicho teorema, en particular las referentes a las «expectativas racionales».

riqueza de la deuda será nulo en el margen, aunque permanecieran las imperfecciones en los mercados privados.

Por otra parte, Barro (1976) ha señalado que ante la existencia de imperfecciones en el mercado privado de capitales, la financiación de un volumen dado de gasto público con deuda —reduciendo los impuestos corrientes— y la colocación de los fondos en grupos de individuos con altas tasas de endeudamiento tendría un efecto ambiguo sobre la relación consumo-inversión. En consecuencia, la consideración de imperfecciones en los mercados puede implicar la percepción de la deuda como riqueza neta, pero no una carga para generaciones futuras, sino una asignación más eficiente de los recursos.

Posteriores trabajos se han ocupado de estas cuestiones. En Drazen (1978), por ejemplo, puede encontrarse un apoyo a la teoría de equivalencia ricardiana defendida por Mundell (1971) y Barro (1974). Un trabajo más reciente de Williamson (1986), sin embargo, da soporte a la no neutralidad de la deuda a la vista de las imperfecciones de los mercados privados como resultado de la existencia de economías de escala en la intermediación financiera.

Un argumento adicional en relación a las imperfecciones de los mercados se refiere a la posible diferencia en la provisión de servicios de liquidez en las emisiones públicas y privadas. En este sentido, si el gobierno es capaz de ofrecer servicios de liquidez a menor coste que el sector privado, podría vender sus bonos a tipos más bajos de remuneración que el conseguido por los emisores privados.

Existe cierta coincidencia en que este argumento es una cuestión fundamentalmente empírica, que depende del grado de desarrollo financiero de cada país. En principio, no cabe esperar que en los sistemas financieros desarrollados los mercados privados sean incapaces de generar instrumentos sustitutivos de la deuda, en cuanto a su liquidez, con costes de administración similares. No obstante, el argumento puede ser relevante en sistemas financieros en un estadio inferior de desarrollo.

Tobin (1980) ha señalado que la intermediación financiera del sector público implica la posibilidad de un incremento en el consumo. Las *restricciones de liquidez* limitan la fungibilidad intertemporal de las rentas del trabajo. Consecuentemente, la sustitución de impuestos por deuda implicaría un incremento en la liquidez y,

La pregunta crucial que se formula es la siguiente: ¿Qué diferencias representa para la economía que el Estado financie sus gastos con deuda en lugar de con impuestos? En principio, la emisión de deuda pública implica una futura corriente de pagos de intereses y posibles devoluciones del principal. Estos pagos deberán financiarse con impuestos futuros (incluyendo la creación de dinero, que actúa como tal detrayendo capacidad económica de los particulares mediante la elevación del nivel de precios) o con déficit adicionales, lo que incrementaría aún más los pagos futuros. *A priori*, este planteamiento sugiere la posibilidad de evitar los impuestos a través de una perpetua financiación vía deuda, sin embargo tal afirmación se ve limitada por el grado en que los individuos estén dispuestos a poseer cantidades cada vez mayores de deuda pública.

Parece razonable ignorar esta posibilidad de «almuerzo gratis» y suponer que la emisión de deuda implica el correspondiente aumento de los impuestos totales que deben recaudarse. En este sentido, cabe plantearse en qué condiciones se considerará equivalente la financiación mediante deuda o impuestos.

De acuerdo con Ricardo, la equivalencia requiere que:

a) No exista posibilidad de eludir parte de la deuda impositiva perpetua (muriendo o abandonando la jurisdicción del gobierno).

b) Todo el mundo pueda tomar o dar en préstamo fondos al mismo tipo de interés que el gobierno.

c) No exista certeza sobre las cuotas futuras de participación en los impuestos que podrían ser inducidos por la incertidumbre sobre la renta individual, u otras características que determinan las cuotas del impuesto.

d) Las futuras deudas impositivas consecuencia de la deuda pública se perciban con precisión.

e) El volumen de gasto público sea independiente del método de financiación.

f) No existan otros canales a través de los cuales la elección del método de financiación afecte a los precios, la rentabilidad u otras variables a las que se enfrenta el individuo.

Barro enfoca la cuestión de la equivalencia a partir del análisis de la «neutralidad» de la deuda, ya que si la deuda puede considerarse «neutral» en cuanto a sus efectos económicos o, de otra manera, no es un componente neto de la riqueza percibida por las economías domésticas, la financiación a través de impuestos o de deuda será equivalente. De acuerdo con los resultados de su modelo, los títulos de deuda pública serán percibidos como riqueza neta sólo si su valor excede del valor capitalizado de la corriente de deudas impositivas futuras como consecuencia de su emisión. En otras palabras, sólo si el gobierno es más eficiente —en el margen— que el sector privado en el desempeño de las operaciones crediticias, la emisión de deuda pública puede significar riqueza neta y contribuir a alterar la demanda agregada. La tesis de Barro se sostiene en el supuesto de que las economías domésticas actúen como si tuvieran una vida infinita y exista una cadena operativa de transferencias intergeneracionales que conecte a la generación reciente con las futuras. Además, la introducción de costes transaccionales asociados con la emisión de títulos de deuda y la percepción de impuestos implica la existencia de incertidumbre respecto a las deudas impositivas futuras individuales, con lo que la emisión de deuda puede aumentar el riesgo global de la cartera de activos y pasivos de las economías domésticas, reduciendo incluso la riqueza de las mismas.

Barro afirma que los individuos establecen expectativas sobre los impuestos futuros para financiar los pagos de intereses y la

por tanto, en el consumo actual. Por su parte, Hayashi (1985) ha sugerido que si las restricciones de liquidez se deben a efectos de la selección adversa, se podría mantener la equivalencia ricardiana porque las políticas impositivas afectan a la naturaleza de la restricción de los consumidores. Este argumento no será válido en el caso de que la iliquidez se deba a legislaciones financieras.

Otro supuesto necesario para el cumplimiento del teorema de neutralidad de la deuda se refiere al *carácter no distorsionador de los impuestos futuros* que se introduzcan para pagar la deuda.

Si se excluye la posibilidad de emplear impuestos de suma fija, los gravámenes que se establezcan originarán una modificación en la estructura de precios relativos y efectos sustitución asociados, pudiendo derivarse de ello situaciones de exceso de gravamen, así como efectos de incentivo o desincentivo. En estas condiciones, no puede afirmarse apenas nada acerca de los efectos de la sustitución de financiación del gasto con deuda sobre la demanda agregada, ni sobre la carga trasladada hacia futuras generaciones. Para Tobin (1980), una consecuencia de los efectos sustitución que genera la emisión de deuda sería la posible reducción relativa de las transmisiones a generaciones futuras.

En este sentido, Blanchard (1985) ha destacado la necesidad de relajar, entre otros, el supuesto de imposición neutral para obtener una caracterización más realista de los efectos del déficit y de la deuda. Brennan y Buchanan (1986) consideran los efectos de la imposición sobre las decisiones de consumo cuando los gravámenes no son de suma fija para un conjunto de diversos impuestos. Y Barsky, Mankiw y Zeldes (1986), por su parte, han reexaminado el teorema de equivalencia cuando los impuestos recaen sobre las rentas del trabajo. Estos autores demuestran que el efecto sobre propensión marginal al consumo derivados de una reducción impositiva financiada con deuda, y asociada a un incremento impositivo en las rentas futuras, puede ser positivo —se reduce la incertidumbre sobre la renta sin modificarse el valor actual de los pagos impositivos— y sustancial, pudiendo estar más cercano a los valores «keynesianos», que ignoran las futuras obligaciones impositivas, que a los valores «ricardianos». En la misma dirección, Auerbach y Kotlikoff (1986) analizan los efectos sustitución intertemporales derivados de los cambios en la imposición asociados con los déficit.

amortización de los títulos de la deuda, por lo que, mientras se mantengan operativos los motivos de transferencia intergeneracional, considerarán equivalente la financiación con deuda o con impuestos. Si este argumento es válido, puede concluirse con carácter general que los efectos fiscales que implican variaciones en las cantidades relativas de financiación con impuestos o con deuda, para una determinada cantidad de gasto público, no influirán sobre la demanda agregada, los tipos de interés, ni la formación de capital.

Tobin ha resumido perfectamente la tesis de Barro de la siguiente manera: «los déficit anuales son equivalentes a impuestos actuales, porque el sector privado considera que la financiación del déficit público —sea cual sea el sistema elegido para cubrirlo (creación de base monetaria, emisión de deuda y/o imposición)— es equivalente a la imposición; en consecuencia, el déficit público es inocuo e ineficaz —es decir, los presupuestos deficitarios son iguales que los presupuestos equilibrados desde el punto de vista de su efecto multiplicador sobre la economía— y la deuda pública, en su más amplia acepción, no representa una «carga» para las generaciones futuras, ni se contabiliza, por tanto, en el patrimonio neto del sector privado (2).

NOTAS

(1) Barro, Robert J., «Are Government Bonds Net Wealth?». *Journal of Political Economy*, vol. 82, n.° 6, 1974, págs. 1095-1117.

(2) Tobin, James. «Government Deficits and Capital Accumulation», en *Asset Accumulation and Economic Activity. Reflections on Contemporary Macroeconomic Theory*. Basil Blackwell, Oxford, 1980.

MARTIN FELDSTEIN: DEUDA PUBLICA Y CRECIMIENTO DE LA ECONOMIA

La «hipótesis de la neutralidad de Barro» o el «teorema neo-ricardiano de equivalencia» despertó de nuevo el interés por estas cuestiones en ámbitos académicos. En general, la tesis de Barro fue inicialmente contestada, destacando en particular la crítica de Feldstein (1), que incide en dos aspectos fundamentales: en primer lugar, señala que las conclusiones de Barro no son válidas si se introduce en el análisis el crecimiento de la población, es decir si abandonamos el contexto estático para considerar, una economía en desarrollo. Por otro lado, señala que los factores que las economías domésticas deben considerar, para determinar correctamente el incremento de la transmisión hereditaria necesaria para compensar el coste futuro de las emisiones de deuda pública, son de tal complejidad que la relevancia empírica del modelo de Barro es dudosa.

Feldstein señala que las conclusiones de Barro se derivan de unos supuestos restrictivos y empíricamente injustificables, criticando, en primer lugar, su utilización de un modelo intertemporal *estático* con generaciones superpuestas, que parte del supuesto básico de que la economía tiene una población constante y carece de desarrollo económico. Frente a este planteamiento, propone la introducción dentro de la tasa de crecimiento de la renta de la tasa de crecimiento de la población y la consideración del «esquema de Ponzi», es decir, la relación entre la tasa de crecimiento real de la economía a largo plazo y el tipo de interés de la deuda pública (neto de la inflación esperada).

Feldstein sugiere que si el tipo de interés de la deuda es menor o igual que la tasa de crecimiento de la renta, el gobierno puede emitir deuda sin necesidad de establecer incrementos impositivos futuros para amortizar la deuda o pagar sus intereses. En esta situación, el gobierno emitirá nueva deuda para pagar los intereses de la co-

2. Financiación con déficit adicionales y nuevas emisiones

La segunda de las posibilidades apuntadas de hacer frente a los pagos de la deuda es la refinanciación perpetua de los compromisos de la deuda con nuevos déficit y emisiones de deuda. El análisis de esta vía de financiación ha generado una abundante literatura sobre las situaciones de explosividad de la deuda y, más recientemente, sobre la conexión entre déficit, deuda e inflación.

La cuestión se plantea en relación a lo que Miller y Upton (1974) califican como «esquema de Ponzi»: si la tasa de crecimiento real de la economía a largo plazo es inferior al tipo de interés —neto de inflación esperada— de la deuda, una perpetua financiación con déficit exigiría una relación continuamente creciente entre la deuda pública y la renta nacional (Barro, 1974, 1978).

Esta posibilidad dio origen a un polémico intercambio entre Feldstein y Barro. Feldstein (1976) critica el olvido de Barro de introducir dentro de la tasa de crecimiento de la renta el ocasionado por el crecimiento de la población y propone dos escenarios de análisis. En el caso en que el tipo de interés de la deuda fuese inferior o igual a la tasa de crecimiento de la renta, el servicio de la deuda se podría atender sin futuros incrementos en los impuestos ni elevaciones en el *ratio* deuda pública/renta nacional. Barro (1976) considera ésta como una situación hipotética —no puede demostrarse su imposibilidad— que, en efecto, haría percibir la deuda como riqueza neta, si bien se trataría de una situación de sobreacumulación ineficiente de capital. Barro sostiene, no obstante, que el incremento del consumo que se derivaría de la percepción de la deuda como riqueza neta, al socavar la solvencia del Estado, daría lugar finalmente a una situación en la que los tipos de interés de la deuda superarían la tasa de crecimiento de la economía.

Con respecto al escenario alternativo en el que el tipo de interés de la deuda excede a la tasa de crecimiento económico, Feldstein acepta que para evitar un incremento insostenible en el *ratio* deuda/PIB se producirá efectivamente un crecimiento en la imposición, tal como Barro mantiene. No obstante, en opinión de aquél, esta elevación en el valor actual de los impuestos reflejará exclusivamente la diferencia entre el tipo de la deuda y la tasa de crecimiento y, en consecuencia, solamente en una situación estacionaria, en la que la tasa de crecimiento de la deuda crecerá a una tasa igual al tipo de interés, y éste es menor que la tasa de crecimiento de la renta, no aumentará el cociente entre la deuda y la renta nacional. La primera generación sabe que ninguna generación futura tendrá que pagar la deuda y, por consiguiente, no estará incentivada a aumentar sus legados a sus herederos, incrementando su propio consumo, y reduciendo con ello la acumulación de capital.

En el caso contrario, si el tipo de interés de la deuda es superior a la tasa de crecimiento económico, será preciso un incremento efectivo de la imposición si se desea evitar un aumento en el cociente deuda pública/renta nacional. Como la elevación en el valor actual de los impuestos reflejará exclusivamente la diferencia entre el tipo de interés de la deuda y la tasa de crecimiento de la renta, sólo en el caso en que la tasa de crecimiento sea nula (situación estática) el valor actual de la deuda emitida será equivalente al valor actual de los impuestos futuros requeridos para el servicio de la deuda. Este hecho no se producirá en una economía en crecimiento, por lo que parte de la deuda será percibida por los particulares como riqueza neta, y en consecuencia afectará a la demanda agregada.

La segunda cuestión sobre la que insiste Feldstein es la relativa a la complejidad de las anticipaciones a realizar por parte de las economías domésticas, puesto que es preciso que para determinar sus legados a generaciones futuras comprendan las exigencias de financiación de la deuda en el futuro y sus efectos económicos. Han de tener presente que cualquier reducción en el ahorro provocará una disminución en los ingresos recaudatorios, lo que exigirá aumentos de impuestos.

La complejidad de las anticipaciones necesarias hace muy difícil que las economías domésticas lleguen a responder tal y como sugiere el modelo de Barro.

Por otro lado, considera que para la mayoría de las familias las «transferencias intergeneracionales voluntarias» no son estrictamente hablando «legados *mortis causa*», sino anticipaciones del consumo que sus herederos disfrutan en sus primeros años de vida, que en parte se destinan a educación y otras inversiones en *capital humano*. La naturaleza de estas transferencias dificulta aún más, si cabe, que las economías domésticas respondan de acuerdo con las previsiones de Barro. Incluso aunque, ante un aumento de la deuda, respondieran incrementando dichas transferencias intergeneracionales, ello implicaría exclusivamente un cambio en la naturaleza del consumo inducido, sin constituir una transferencia de capital real.

En resumen, la introducción de la deuda pública en una economía en desarrollo (no estática) producirá, en condiciones normales, una reducción en la acumulación de capital real, por lo que, de acuerdo con Feldstein, no puede aceptarse la validez de la «hipótesis de neutralidad» de Barro.

NOTA

(1) FELDSTEIN, Martin, «Perceived Wealth in Bonds and Social Security: A comment». *Journal of Political Economy*, vol. 84, n.º 2, 1976, págs. 331-336.

JAMES M. BUCHANAN: PERCEPCION INDIVIDUAL Y DECISIONES POLITICAS

Paralelamente a las críticas de Feldstein sobre el contenido de la aportación de Barro, también Buchanan cuestiona las ideas subyacentes a la reformulación del teorema ricardiano de equivalencia (1). Su crítica es doble; por un lado sostiene que la colocación de emisiones de deuda pública re-

cimiento sea nula, el crecimiento de la imposición igualará en valor actual a la deuda emitida. Como resultado, una parte de la deuda sería, según Feldstein, percibida como riqueza neta y afectaría a la demanda agregada, afirmación que Barro critica e invalida en su contrarréplica posterior.

Más recientemente, la controversia sobre las relaciones entre la tasa de crecimiento y los tipos de la deuda ha desembocado en el análisis más minucioso de la conexión teórica entre déficit, deuda e inflación (para una revisión, véase Barth y otros, 1986).

Así, Sargent y Wallace (1981) estudian un escenario sobre la hipótesis de que el tipo de interés de la deuda supera la tasa de crecimiento de la economía en un contexto de déficit primarios —déficit total excluido el servicio de la deuda— de carácter permanente. Estos autores concluyen que existe un techo máximo en el *ratio* deuda/PIB que el sector privado está dispuesto a aceptar. Superado este límite, la autoridad monetizará el déficit resultante. Esta afirmación indica que, en el marco estudiado, los déficit son eventualmente inflacionistas y la financiación con deuda conduce a la introducción de impuestos inflacionarios en el futuro.

Por su parte, Tobin (1982) considera un escenario en que la tasa de crecimiento supera al tipo de la deuda y los déficit primarios son permanentes. Sus resultados indican que se producirá un grado de monetización equivalente a una porción constante de la deuda, así como un incremento en el *ratio* deuda/producto nacional y elevaciones en la tasa de inflación.

En un contexto similar al de Tobin, Darby (1984) considera que la relación entre los tipos de interés de la deuda y la tasa de crecimiento es una cuestión empírica. La evidencia que contrasta en su trabajo (datos del período 1926-1981) se corresponde con la hipótesis formulada por Tobin, cuando se tiene en cuenta que el tipo de interés de la deuda relevante

duce necesariamente la inversión o el consumo y puede desplazar del mercado a los prestatarios privados. Por otro lado señala que el «coste del sector público» percibido por los individuos es menor cuando el gasto público se financia mediante emisiones de deuda pública que cuando lo es por medio de impuestos.

Buchanan sintetiza el análisis de Barro a partir de sus supuestos de partida, y en particular en su afirmación de que la emisión de deuda se destina a transferencias o a la reducción de impuestos de suma fija para la generación actual, por lo que los individuos pueden destinar esos fondos para comprar los títulos de deuda. De esta manera, no se produce un desplazamiento de la inversión privada.

Buchanan rechaza de pleno esta concepción en base a lo restrictivo de las hipótesis del modelo, y enfatiza fundamentalmente en la distinción entre los conceptos de equivalencia ricardiana y neutralidad de Barro. De acuerdo con la concepción de Ricardo, se establece la equivalencia de los efectos entre endeudamiento e imposición, como sistemas alternativos para financiar el gasto público, en cuanto al impacto sobre el ahorro y el consumo. La hipótesis de Barro es más exigente puesto que considera que la emisión de deuda es neutral y que sus efectos sobre las tasas de consumo y ahorro son *nulos*.

Incluso admitiendo los supuestos restrictivos de Barro, para Buchanan los efectos económicos de la deuda serán realmente neutrales si los individuos son capaces de igualar o equilibrar el valor actual de la parte de carga inducida de la deuda que les corresponde con las transferencias recibidas. Esta posibilidad es improbable ya que exigiría que los beneficios del gasto público (en forma de transferencias) se igualaran con el valor actual de los impuestos futuros. Para que se produzca la neutralidad es preciso que se compensen los incrementos de riqueza neta de algunos individuos con los decrementos de otros.

El hecho de que una persona esté en una mejor o peor situación relativa como consecuencia del gasto público (en el supuesto de que la deuda se utilice para financiar bienes y servicios públicos) depende de la utilización concreta que se dé a éste y de la valoración de los individuos, por lo que la dirección y cuantía de los efectos sobre el consumo y el ahorro no puede estimarse sin conocer la función de utilidad intertemporal de todos los individuos. En definitiva, los efectos económicos globales dependen estrictamente del descuento relativo de los beneficios y de los impuestos futuros.

La segunda crítica de Buchanan se centra en el supuesto de que los impuestos futuros serán descontados por los individuos en su integridad, señalando que es difícil encontrar evidencia empírica que confirme esta tesis.

De ser cierta la afirmación de Barro, el gobierno debería mostrarse indiferente ante la financiación del gasto mediante deuda o mediante impuestos, puesto que los déficit financiados con emisión de deuda no deberían afectar a la demanda agregada. La comprobación empírica de esta hipótesis es difícil de realizar, puesto que los déficit presupuestarios se financian normalmente con una combinación de emisión de deuda y de creación de dinero.

Sin embargo, el comportamiento de los legisladores parece ofrecer evidencia clara sobre la inclinación de los políticos a decantarse por el endeudamiento frente a incrementos en la presión fiscal. Buchanan postula por acercar el problema de la deuda al terreno de los procesos de decisión política generada por la emisión de deuda con respecto a la elevación de los impuestos.

Este planteamiento enlaza directamente con los desarrollados por el mismo Buchanan y por otros autores en el marco de análisis de la teoría de la elección colectiva o *public choice*, que tratan de completar de modo operativo los enfoques propios de la modelización macroeconómica tradicional, y de los desarrollos característicos de los modelos de «expectativas racionales» (2).

NOTAS

(1) BUCHANAN, James M., «Barro on the Ricardian Equivalence Theorem», *Journal of Political Economy*, vol. 84, n.° 2, 1976, págs. 337-342.

(2) Puede verse una síntesis de este enfoque en: BUCHANAN, James M., y WAGNER, Richard E. *Democracy in Deficit. The Political Legacy of Lord Keynes*. Academic Press, Nueva York, 1977 (Versión castellana en ed. RIALP, Madrid, 1983).

es el tipo real después de impuestos. Los resultados obtenidos por Darby no implican explosividad en el *ratio* deuda/producto nacional. Sugieren, por el contrario, que si bien incrementos en el tipo de interés de la deuda pueden conducir a una situación de inestabilidad, las situaciones de déficit primarios permanentes no significan necesariamente monetización e inflación. En el caso de tasas de crecimiento superiores al tipo de la deuda, ésta se percibirá como riqueza neta y, consecuentemente, presentará efectos sobre la demanda agregada.

En un trabajo posterior, Miller y Sargent (1984) consideran como hipótesis la posibilidad de tipos de la deuda que superen la tasa de crecimiento de la economía y, como los casos anteriores, déficit primarios permanentes. En su análisis critican la evidencia aportada por Darby, indicando que la diferencia entre el tipo de la deuda y la tasa de crecimiento no es independiente de las políticas fiscales. Sus resultados apuntan a una monetización eventual del déficit y la percepción de la deuda como riqueza neta, con los efectos que se derivan respecto de la demanda agregada.

En síntesis, para que la deuda no sea percibida como riqueza neta y conduzca eventualmente a la monetización de los déficit primarios es necesario que el tipo de interés exceda a la tasa de crecimiento de la renta. Si la monetización no fuese posible, tampoco lo será mantener déficit primarios permanentes, ya que en algún momento el gobierno sería incapaz de recaudar los impuestos necesarios para repagar la deuda. Con monetización, los déficit primarios permanentes son sostenibles, pero ello será a costa de una mayor inflación. Por último, cuando una economía crece a tasas superiores a los tipos de interés de la deuda, los déficit primarios permanentes no son necesariamente inflacionarios y pueden considerarse, sin duda alguna, riqueza neta del sector privado.

V. COMENTARIOS FINALES

La cuestión de si la financiación de un déficit presupuestario a través de la emisión de deuda significa o no traslación de la carga —menor utilidad— para las futuras generaciones ha sido objeto de una larga controversia teórica, que hasta la fecha no ha tenido una respuesta definitiva. El análisis de los aspectos de incidencia intergeneracional, objeto tradicional de estudio dentro de la teoría de la hacienda pública, ha estado vinculado, desde su origen, al debate más amplio acerca de la capacidad de la política fiscal para estimular el nivel de actividad de la economía.

En el contexto del modelo neoclásico se aceptó la posibilidad de traslación de carga de la deuda cuando ésta se perciba como riqueza neta y, en consecuencia, se financie la compra de los bonos con cargo al ahorro, disminuyendo así la inversión y heredando las futuras generaciones un menor *stock* de capital productivo. La «nueva ortodoxia keynesiana» rechazó el argumento de la carga de la deuda, que fue interpretado como un peligro en su tarea de abolición del «tabú del déficit público» y de apoyo a la política fiscal discrecional. La tesis keynesiana, desde la óptica de la equidad intergeneracional, sostenía que la carga la soporta la generación presente, pues una economía cerrada no puede disponer de más bienes o servicios que los que se producen en el momento presente, con independencia del mecanismo de financiación del gasto público.

Desde ese momento las posiciones a favor y en contra de la posibilidad de alterar el nivel de consumo —o el nivel de bienestar— de las futuras generaciones eligiendo mecanismos alternativos de financiación del gasto público ha experimentado un recorrido, cuanto menos, paradójico. Mientras el principal argumento que justifica la inexistencia de carga para futuras generaciones es defendido en la actualidad por la Nueva Macroeconomía Clásica, que considera la política de endeudamiento no sólo ineficaz, sino inocua, algunos economistas neoliberales han criticado la tesis keynesiana de inexistencia de carga, y posteriormente la de neutralidad de la deuda, por entender que esta hipótesis resta fuerza a los argumentos contrarios a la expansión de la participación del sector público en la economía.

Desde que Barro resucitara el teorema ricardiano de equivalencia entre deuda e impuestos, la literatura sobre el tema se ha centrado en estudiar si los individuos perciben o no la deuda como riqueza neta. El análisis de las condiciones exigidas por la hipótesis de ultrarracionalidad ha abierto diversas áreas de investigación en relación a cuestiones como el horizonte de optimización de los individuos, la existencia o no de cadenas operativas de transferencias entre generaciones, la racionalidad y capacidad de predicción de los individuos, la existencia o no de imperfecciones en los mercados privados de capitales, los efectos de los impuestos distorsionadores, etcétera. El carácter restrictivo de estas condiciones ha convertido el debate en una cuestión progresivamente empírica que, por el momento —véanse al respec-

to Leiderman y Blejer, 1987, y Raymond y González-Páramo, 1987—, está lejos de ser cerrada, dadas sus importantes implicaciones para la valoración del papel de la política fiscal.

NOTAS

(1) Cuestión que ha recibido más recientemente nuevas etiquetas por diversos autores, entre otras, «teorema neo-ricardiano de equivalencia», «teorema de equivalencia no-ricardiano», «teorema ricardiano de no-equivalencia» e «hipótesis de equivalencia pre-ricardiana».

(2) Desde que SAMUELSON (1958) y DIAMOND (1965) utilizaron modelos de superposición de generaciones, éstos han sido abundantemente usados en la literatura teórica sobre deuda pública.

(3) THOMPSON (1967) utiliza este argumento, mientras que MUNDELL (1971) lo considera aplicable a impuestos de capitalización y de rentas del trabajo, pero no a impuestos sobre activos no humanos.

(4) Tradicionalmente, la literatura sobre la percepción o no de riqueza neta ha considerado conjuntamente los casos de emisión de deuda y de modificaciones en las prestaciones de la seguridad social.

(5) En MILLER y UPTON (1974) puede encontrarse un tratamiento más completo del tema.

(6) El término «ilusión de la deuda pública» es introducido por Vickrey —en una forma diferente de la de Puviani—, aunque la idea se remonta a Ricardo. En CAVACO-SILVA (1982) puede encontrarse una recopilación de las principales aportaciones sobre el tema.

REFERENCIAS

AUERBACH, A., y KOTLIKOFF, L. (1986), *Dynamic Fiscal Policy*, New York, Cambridge University Press.

ATKINSON, A. B., y STIGLITZ, J. E. (1980), *Lectures on Public Economics*, Mac Graw-Hill.

BARSKY, R.; MANKIW, N., y ZELDES, S. (1986), «Ricardian Consumers with Keynesian Propensities», *American Economic Review*, vol. 76, n.° 4.

BARRO, R. (1974), «Are Government Bonds Net Wealth?», *Journal of Political Economy*, vol. 82, n.° 6.

— (1976), «Reply to Feldstein and Buchanan», *Journal of Political Economy*, vol. 84, n.° 2.

— (1978), «Public Debt and Taxes», publicado en M. Boskin ed., *Federal Tax Reform*, por el Institute for Contemporary Studies, San Francisco (California), traducción en *La Deuda Pública*, Instituto de Estudios Fiscales, 1982.

— (1979), «On the Determination of the Public Debt», *Journal of Political Economy*, n.° 87.

BARTH, J.; IDEN, G., y RUSSEK, F. (1986), «The Economic Consequences of Federal Deficits: An Examination of the Net Wealth and Instability Issues», *Southern Economic Journal*, vol. 53, n.° 1.

BLANCHARD, O. (1985), «Debt, Deficits and Finite Horizons», *Journal of Political Economy*, n.° 93.

BOWEN, W. G.; DAVIS, R. G., y KOPF, D. H. (1960), «The Public Debt: A Burden on Future Generations?», *American Economic Review*, n.° 50.

BRENNAN, G., y BUCHANAN, J. (1986), «The Logic of the Ricardian Equivalence», en *Deficits*, ed. Buchanan, J., Rowley, C., y Tollison; R. Basil Blackwell, 1986.

BUCHANAN, J. (1958), *Public Principles of Public Debt*, Homewood Illinois, Irwin, 1958.

— (1976), «Barro on the Ricardian Equivalence Theorem», *Journal of Political Economy*, vol. 84, n.° 6.

BUCHANAN, J., y ROBACK, J. (1987), «The incidence and effects of public debt in the absence of fiscal illusion», *Public Finance Quarterly*, 15.

BUCHANAN, J., y WAGNER, R. E. (1977), *Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes*, New York, Academic Press.

CAVACO-SILVA, A. (1982), «Future Debt Service Taxes», en *Economic Effects of Public Debt*, publicado por M. Robertson Company, Oxford (traducción en *La Deuda Pública*, Instituto de Estudios Fiscales).

CHAN, L. K. C. (1983), «Uncertainty and the Neutrality of Government Financial Policy», *Journal of Monetary Economics*, n.° 11.

DARBY, MICHAEL R. (1984), «Some Pleasant Monetarist Arithmetic», *Quarterly Review Federal Reserve Bank of Minneapolis*, n.° 5, primavera.

DIAMOND, P. A. (1965), «National Debt in a

Neoclassical Growth Model», *American Economic Review,* n.° 55.

DRAZEN, A. (1978), «Government Debt, Human Capital and Bequest in a Life-Cycle Model», *Journal of Political Economy,* número 86.

FELDSTEIN, M. (1976), «Perceived Wealth in Bonds and Social Security: A Comment», *Journal of Political Economy,* n.° 84.

— (1982), «Government Deficits and Aggregate Demand», *Journal of Monetary Economics,* n.° 9.

HAYASHI, F. (1985), «Test for Liquidity Constraint: A Critique Survey», *National Bureau of Economic Research Working Paper,* 1720, octubre.

KOCHIN, L. (1974), «Are Future Taxes Anticipated by Consumers?», *Journal of Money Credit and Banking,* n.° 6, agosto.

LEIDERMAN, L., y BLEJER, M. (1987), «Modelling and testing Ricardian Equivalence: A survey», *IMF Working Paper,* WP/87/35, abril.

LERNER, A. P. (1948), «The Burden of the National Debt», en *Income Employment and Public Policy,* New York, Norton.

— (1961), «The Burden of Debt», *Review of Economics and Statistics,* mayo.

MILLER, M. H., y UPTON, C. W. (1974), *Macroeconomics: A Neoclassical Introduction,* Homewod, Illinois, Irwin.

MILLER, P., y SARGENT, T. J. (1984), «A Reply to Darby», *Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Minneapolis,* primavera.

MISHAN, E. J. (1963), «How to Make a Burden of the Public Debt», *Journal of Political Economy,* n.° 71.

MODIGLIANI, F. (1961), «Long-Run Implications of Alternative Fiscal Policies and the Burden of the National Debt», *Economic Journal,* n.° 71.

MUNDELL, R. (1971), «Money, debt, and the Rate of Interest», en *Monetary Theory,* Pacific Palisades, Ca. Good Year.

MUSGRAVE, R. A. (1959), *The Theory of Public Finance,* McGraw-Hill, New York.

— (1985), «A brief history of fiscal doctrine», en M. Feldstein y A. J. Auerbach (eds.): *Handbook of public economics,* North-Holland, Amsterdam.

POTERBA, J. M., y SUMMERS, L. H. (1986a), «Finite Lifetimes and the Crowding Out Effects of Government Deficits», *National Bureau of Economic Research Working Paper,* 1955, junio.

— (1986b), «Finite Lifetimes and the Savings Effects of Budget Deficits», Rochester Conference on the Economic Effets of Budget Deficits and Government Spending, octubre, *mimeo.*

RAYMOND, J. L., y GONZÁLEZ-PÁRAMO (1987), «¿Son equivalentes deuda pública e impuestos? Teoria y evidencia», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.° 33.

SAMUELSON, P. A. (1958), *Economics: An Introductory Analysis,* McGraw-Hill, New York.

— (1964), *Economics,* McGraw-Hill, New York.

SARGENT, T. J., y WALLACE, N. (1981), «Some Unpleasant Monetarist Arithmetic», *Quarterly Review Federal Reserve Bank of Minneapolis,* 5, otoño.

SHOUP, C. (1962), «Debt Financing and Future Generations», *Economic Journal,* diciembre.

— (1969), *Public Finance,* Chicago, Aldine Publishing Co.

TANNER, J. R. (1979), «Fiscal Policy and the Consumer Behavior», *Review of Economics and Statistics,* agosto.

TOBIN, J. (1952), «Asset Holding and Spending», *American Economic Review,* n.° 42.

— (1980), *Asset Accumulation and Economic Activity,* Chicago, University of Chicago Press.

— (1982), «Budget Deficits, Federal Debt, and Inflation in Short and Long Runs», en *Towards a Reconstruction of Federal Budgeting: A Public Policy Research Program Conducted by the Conference Board,* New York, The Conference Board.

THOMPSON, E. A. (1967), «Debt Instrument in Macroeconomics and Capital Theory», *American Economic Review,* n.° 67.

VINER, J. (1920), «Who Paid for the War?», *Journal of Political Economy,* n.° 28.

WILLIAMSON, S. D. (1986), «Increasing returns to Scale in Financial Intermediation and the Non-Neutrality of Government Policy», *Review of Economic Studies,* LIII.

LA CARGA DE LA DEUDA: UNA BREVE HISTORIA (*)

Richard MUSGRAVE

Los principios económicos de la deuda pública, se encuentran entre las áreas más controvertidas de la doctrina fiscal. En cierta medida, ello es un reflejo de su papel estratégico en la política fiscal. Se dice que el recurso a la financiación con deuda facilita el gasto, excluye partidas de gasto público del control de los contribuyentes y grava el futuro. La misma proposición de que las reglas de prudencia en la acumulación de deuda privada pueden no ser aplicables al sector público ofende, como se ha advertido más arriba, la imagen de un orden natural basado en las reglas de mercado. Ahora bien, más allá de eso, se plantean una serie de sutiles problemas de análisis económico, problemas que se hallan todavía (o, mejor dicho, de nuevo) en fase de discusión.

Tema clave en el debate es la cuestión de si la carga de la deuda es pagada por las generaciones futuras. Los mercantilistas pensaban que no. El crédito se veía como una creación de riqueza y la deuda en circulación no representaba carga alguna. Como manifestaba Mellon, un socio de John Law, las deudas públicas, si se tienen interiormente, son deuda que «la mano derecha debe a la izquierda». Pintus, Voltaire y Condorcet adoptaron posiciones similares. El crecimiento de las deudas británica y francesa en el siglo XVIII, sin embargo, estimuló la formulación de planteamientos más críticos. Así, Montesquieu y Hume rechazaron, por engañosa, la proposición de Mellon (Hume, 1739). Smith (1776, vol. I, págs. 410, 412) descalificó de forma similar el argumento de transferencia como «sofisma del sistema mercantil», así como la postura mercantilista de que la deuda nacional es un añadido al capital de la nación. La financiación con deuda puede ser necesaria en tiempo de guerra o en otras ocasiones especiales, mientras que la financiación con impuestos debe ser la norma general. La financiación con impuestos se obtendrá fundamentalmente de fondos que de otro modo se utilizarían en el empleo de mano de obra improductiva, mientras que la financiación con préstamos desviará fondos destinados al mantenimiento de mano de obra productiva, con lo que se perjudica el *stock* de capital del país (Smith, 1776, vol. II, pág. 410). Además, la carga de la financiación con impuestos se siente inmediatamente, generando así la resistencia de los contribuyentes y ofreciendo protección frente al despilfarro público.

La aportación de Ricardo a la teoría de la deuda ha recuperado recientemente la atención en la forma del «teorema de equivalencia ricardiana». Oculto en un capítulo relativo a los impuestos sobre mercancías en los *Principles* (Ricardo, 1817, pág. 244) y reafirmado en su ensayo *Funding System* (Ricardo 1820, pág. 187), nos ofreció esta intrigante contribución a la teoría de la deuda. Supongamos, argumenta, que hay que conseguir 20 millones de libras para pagar los gastos de un año de guerra. En el caso de financiación con impuestos, dejemos que un individuo concreto sea obligado a pagar 2.000 libras, o 1/10.000 de la suma necesaria. En el caso de financiación con préstamos, y con un interés del 5 por 100, habrá que abonar un millón de libras anuales en intereses a los prestamistas. De esta cantidad, nuestro contribuyente debe pagar 100 libras. En la financiación con impuestos, podía haber tomado a crédito de los mismos prestamistas para financiar su impuesto de 2.000 libras, con lo que se quedaría otra vez con una carga anual de 100 libras. Consiguientemente, desde el punto de vista del contribuyente, los dos métodos son equivalentes.

Expresado en términos modernos, Ricardo llega a la conclusión de que el contribuyente, en el caso de financiación con préstamos, descuenta su futura responsabilidad fiscal y comprueba que su riqueza neta experimenta una reducción igual a la que se produciría en el caso de financiación con impuestos. «Desde el punto de vista de la economía» no existe diferencia real «entre las dos modalidades» (Ricardo, 1820, pág, 186). La carga de la guerra la paga el contribuyente durante el año en que es financiada, sea pagando 2.000 libras de inmediato o asumiendo una obligación fiscal de 100 libras anuales. Los pagos futuros de intereses, por tanto, son sólo transferencias entre la generación actual y las futuras, y no imponen carga alguna.

Pero, una vez planteado este argumento como correcto «en economía» —es decir, interpretamos, en la hipótesis de una perfecta previsión y un comportamiento racional—, Ricardo se apresura a rechazarlo por irreal. Al exigirle el pago de las 2.000 libras íntegras en el caso de la financiación con impuestos, el contribuyente tratará

inmediatamente de «ahorrar a toda velocidad» esa cantidad de sus rentas. En la financiación con préstamos tiene que pagar solamente 100 libras, por lo que «considerará que hace bastante» con ahorrar esa mucho menor suma «para luego engañarse a sí mismo con la creencia de que es tan rico como antes». En resumen, «la financiación con préstamos es un sistema que tiende a hacernos menos ahorrativos, a cegarnos ante nuestra situación real» (Ricardo, 1817, pág. 247).

Tanto la financiación con impuestos como el endeudamiento implican una desviación de recursos hacia usos despilfarradores, pero difieren en sus efectos sobre la formación de capital y, por tanto, sobre la posición de las generaciones futuras. El ahorro y la formación de capital se reducen a medida que la financiación con impuestos es sustituida por la financiación con deuda, y las generaciones futuras *resultan* gravadas al disponer de unas rentas inferiores. El rechazo de Ricardo al teorema de equivalencia no podía ser más explícito, por lo que resulta extraño que tal teorema pueda ser presentado ahora bajo su bandera (Shoup, 1960).

La economía de la deuda pública recibió también una viva atención entre los autores continentales. Los escritores alemanes, proclives a una más favorable visión del sector público, contemplaron el crecimiento de la deuda pública con menos alarma. Dietzel (1885), impresionado con el avance económico de Gran Bretaña, atribuyó éste al rápido crecimiento de la deuda pública. Equiparando el crecimiento de la deuda pública con la formación pública de capital, consideró aquélla como un signo de aumento de la riqueza nacional. La formación pública de capital, además, incluiría no sólo el capital real, sino también el capital «inmaterial» del Estado, como la existencia de instituciones jurídicas. A pesar de su excesivamente entusiasta opinión del gasto estatal, Dietzel se anticipó a futuros planteamientos al exigir la financiación con préstamos en caso de gastos de capital y la financiación con impuestos en el caso de gastos corrientes. Un apoyo similar, aunque algo más cauteloso, a la deuda pública fue el ofrecido por Wagner (1883, pásg. 184), cuyas opiniones sobre el crecimiento del gasto público son bien conocidas. La literatura italiana de la década de 1890-1900, esa década de florecimiento de la teoría fiscal, aceptó y desarrolló el tema de la equivalencia ricardiana (de Viti de Marco, 1936, y, para una revisión de la literatura italiana, Buchanan, 1961). Los principales textos franceses, británicos y norteamericanos (Leroy-Beaulieu, 1906; Bastable, 1892; Adams, 1899), sin embargo, se adhirieron a la tesis de que la financiación con deuda reduce la formación privada de capital y, por tanto, impone una carga a las generaciones futuras al reducir el *stock* de capital que se les lega.

Esta opinión se vio sacudida por el impacto de la economía keynesiana. No solamente la creación de deuda habría de ser un subproducto necesario de la expansión fiscal exigida para mantener un elevado empleo, sino que la deuda en circulación no habría de plantear ningún grave problema ulterior. La vieja doctrina de que los pagos de intereses constituyen una transferencia de la mano derecha a la izquierda reaparecía ahora en forma de «nos lo debemos a nosotros mismos». La deuda pública, tal como sostenía Lerner (1948), difiere de la deuda privada en que esta última se debe «a otros», mientras que la primera se debe a ciudadanos de la «misma nación». La creación de deuda nacional, por tanto, no representa reducción alguna de la riqueza nacional, ni tampoco los pagos de intereses por miembros de una generación futura reducen la renta nacional de esa generación.

Evidentemente, la financiación con impuestos de los pagos de intereses podría provocar gravosos desincentivos y pérdidas de eficiencia importantes. Pero, tal como razonaba Lerner, la financiación con impuestos de los gastos en intereses no es necesaria, puesto que los pagos de intereses pueden, a su vez, financiarse con nuevos préstamos. La financiación con impuestos sólo resultaría necesaria una vez que los pagos de intereses se hiciesen tan grandes, en relación a los ingresos, que una financiación adicional con préstamos resultara inflacionista. En este punto, una deuda nacional importante puede convertirse en un problema serio, pero Lerner no creía que tal situación pudiera llegar a producirse. El efecto riqueza de una dedua creciente reduce la propensión a ahorrar y, por tanto, elimina la necesidad de una expansión adicional de la deuda, conduciendo a un nivel de equilibrio de la deuda pública en el pleno empleo.

Esencial para esta visión de la carga de la deuda y los intereses es el supuesto de una economía con subempleo que exige un crecimiento de la demanda agregada mediante la expansión fiscal. El endeudamiento estatal activa fondos (ociosos), pero no reduce la inversión privada. De ahí que no existan efectos depresivos sobre las generaciones futuras por el mecanismo de un menor *stock* de capital. Dado un modelo keynesiano extremadamente simple, con inversión fija y exceso de ahorro, esta conclusión se desprende

de modo natural; lo mismo que la conclusión opuesta (la de que la financiación con préstamos grava a las generaciones futuras) es apropiada para un modelo de pleno empleo.

En tanto que la justificación de la financiación con déficit (aumento de la deuda) llegó a ser aceptada como una política de empleo apropiada, también pervivió la preocupación por la carga del servicio de los intereses y sus efectos sobre generaciones futuras. Este temor se vio mitigado, sin embargo, con la proposición de que la carga de intereses era una función del *ratio* entre la factura de intereses y el PNB, más que de su nivel absoluto. Dado un *ratio* constante entre déficit y PNB y unos rendimientos constantes, el *ratio* entre factura de intereses y PNB también se aproxima a un nivel constante (Domar, 1944).

El debate ulterior volvió a plantear el argumento en un escenario de pleno empleo. Los ataques a la «nueva ortodoxia» (esto es, la proposición de que nos lo debemos a nosotros mismos) fueron encabezados por Buchanan (1959) y su enfoque subjetivo. No puede existir ninguna carga inicial, sostenía, puesto que no se obliga a los prestamistas a que aporten nada. Por tanto, en el período inicial no se impone carga alguna. Los contribuyentes futuros, sin embargo, sí resultan gravados, al tener que financiar los pagos de intereses. Esta transferencia de carga sí se produce. Otros autores continuaron resaltando la reducción en la formación de capital y la carga que ello impone al dejar a la generación futura con un *stock* de capital disminuido (Shoup, 1960). Con unos pagos futuros de impuestos necesarios para financiar el servicio de los intereses iguales a la pérdida de rentas de capital, las dos formulaciones producen unos resultados esencialmente similares.

Así, la diferencia entre financiación con deuda y con impuestos se hacía depender de las diferencias resultantes en la retirada de recursos del consumo y de la formación de capital (para más aportaciones a este debate, veáse Ferguson, 1964). El hecho de que la financiación con préstamos pueda implicar una transferencia de carga, sin embargo, no es necesariamente un argumento en su contra. En el contexto de la formación pública de capital, la transferencia de cargas por la vía de la financiación con préstamos puede actuar como un instrumento de justicia intergeneracional y servir de justificación a un planteamiento de presupuesto de capital (Musgrave, 1959, pág. 562). Otra justificación de la financiación con préstamos basada en argumentos de justicia puede surgir en el contexto de la financiación de gastos bélicos, donde el uso de «impuestos reembolsables» permite una corrección posbélica de las pesadas e inevitables cargas generadas por el período bélico en los grupos de bajas rentas (Keynes, 1939).

NOTA

(*) Este trabajo forma parte del publicado por el mismo autor bajo el título *A brief history of fiscal doctrine*, en A. Auerbach y M. Feldstein (eds.): *Handbook of Public Economics*, vol. I, North-Holland, Amsterdam, 1985.

BIBLIOGRAFÍA

ADAMS, H. C. (1899), *The science of finance*, Henry Holt & Co., New York.

BASTABLE, C.F. (1892), *Public finance*, 3ª ed., 1903 Macmilln, London.

BUCHANAN, J. (1959), *Public principles of public debt*, Irwin, Homewood, IL.

— (1961), «Fiscal institution and collective outlay» *American Economic Review* 51.

DIETZEL, C. (1885), *Das System der Staatsanleihen im Zusammenhang der Volkwirtschafft betrachtet*, Heidelberg.

DOMAR, E.D. (1944), The burden of the debt and the national income, *American Economic Review* 34.

FERGUSON, J.M. (1964), *Public debt and future generations*, University of North Carolina Press, Durham, NC.

HUME, D. (1739), *A treatise of human nature*, 1975 ed. by L.A. Selby-Bidge, Clarendon Press, Oxford.

KEYNES, J.M. (1939), «Paying for the war», *The Times*, 14 & 15 Nov. Reeditado por D. Muggridge, ed., 1978. *The collected writing of J.M. Keynes*, Vol. 22, Cambridge University Press, Cambridge.

LERNER, A.P. (1948), «The burden of the national debt, in: Income, employment, and public policy» *Essays in honour of Alvin Hansen*, W.W. Norton, New York.

LEROY–BEAULIEU, P. (1906), *Traité de la science finances*, Vol. II, 7ª ed., Paris.

MUSGRAVE, R.A. (1959), *The theory of public finance*, McGraw-Hill, New York.

RICARDO, DAVID (1817), «The principles of political economy and taxation» en Piero Sraffa, ed., 1962, *The works and correspondence of David Ricardo*, Vol. I, Cambridge University Press, Cambridge.

— (1820), «Funding system», en Piero Sraffa, ed., 1962, *The works and correspondence of David Ricardo*, Vol. IV, Cambridge University Press, Cambridge.

SHOUP, C.S. (1960) *Ricardo on taxation*, Columbia University Press, New York.

SMITH, ADAM, (1776) *An inquiry into the wealth of nations*, 1904, ed. by E. Cunnan, Putnam's Sons, New York.

VITI DE MARCO, A. de, (1936), *First principles of public finance*, Harcourt, Brace & Co., New York.

WAGNER, A. (1883), *Lehr- und Handbuch der politischen Oekonomie, Vierte Hauptabteilung: Finanzwissenschaft*, C.F. Winter, Leipzig.

¿SON EQUIVALENTES DEUDA PUBLICA E IMPUESTOS? TEORIA Y EVIDENCIA

José Luis RAYMOND
José Manuel GONZALEZ-PARAMO

I. INTRODUCCION

LOS efectos macroeconómicos de las distintas alternativas de financiación de un volumen dado de gasto público han sido materia de discusión desde hace dos siglos. En los años recientes, la aparición de déficit públicos crecientes y generalizados, y la reformulación de las ideas ricardianas sobre neutralidad de la deuda pública por conspicuos representantes de la escuela de las expectativas racionales, han contribuido destacadamente a reavivar la polémica. ¿Absorbe el déficit público ahorro privado? ¿Puede trasladarse la carga de la financiación del gasto público sobre generaciones futuras? ¿Anticipan los consumidores los impuestos futuros implícitos en la financiación del déficit presente mediante deuda? Pocos interrogantes suscitan discusiones más radicales entre los economistas, dadas sus implicaciones divergentes para la forma de orientar la política fiscal.

El objeto de este trabajo es examinar la cuestión de la neutralidad de la deuda con referencia al caso de la economía española. En la sección II se revisan los principales argumentos utilizados en el debate académico acerca de la doctrina de «neutralidad» o de «equivalencia ricardiana». La sección III analiza las principales aportaciones de tipo empírico existentes en torno al impacto del déficit sobre el nivel de actividad en Estados Unidos y otros países desarrollados. Uno de los aspectos más criticables de esta literatura aplicada es la escasez de tests que permitan discriminar entre la hipótesis de equivalencia y las explicaciones alternativas de los efectos del déficit sobre el consumo privado. La sección IV formula una función de consumo general que anida como casos especiales a la función keynesiana de consumo y a la que se derivaría de la hipótesis de equivalencia ricardiana. Este modelo uniecuacional general, inspirado en Buiter y Tobin (1979), se estima con datos de la economía española y se analiza econométricamente en la sección V. La sección VI concluye el trabajo con unos breves comentarios finales.

II. LA DOCTRINA DE LA NEUTRALIDAD DE LA DEUDA PUBLICA Y SUS IMPLICACIONES

¿Qué diferencia representa para la economía que el sector público financie sus gastos mediante impuestos o mediante deuda pública? Desde Ricardo (1871), los economistas han polemizado en torno a los efectos de la mezcla de deuda e impuestos elegida para financiar el déficit sobre la riqueza neta de los individuos y sus decisiones de ahorro. La respuesta dista de ser obvia y unánime.

El argumento de que no existe una diferencia de primer orden entre impuestos y deuda fue formulado por Ricardo con gran claridad. Si los consumidores son suficientemente racionales, serán conscientes de que la emisión de deuda implica una corriente de pagos futuros por intereses y reembolso del principal a los que tendrán que hacer frente desembolsando mayores impuestos en el futuro. La deuda representa un activo para quien la adquiere y un pasivo para los contribuyentes, que deberán pagar impuestos para redimirla. Activo y pasivo se compensan exactamente. La deuda pública no es, pues, riqueza neta. Conocedores de cómo afectan a su patrimonio las distintas alternativas de financiación del gasto público, los consumidores reaccionarán ante una emisión de deuda aumentando su ahorro en cuantía igual al valor actual de la factura impositiva pospuesta. Dejando a una lado posibles efectos distributivos, una sustitución de impuestos por deuda no debe tener efecto alguno sobre el gasto privado.

Esta doctrina, bautizada por Buchanan (1976) como «teorema de equivalencia ricardiana», no fue siquiera defendida por el propio Ricardo, motivo por el que autores poco inclinados a aceptar esta filosofía han acuñado denominaciones como «equivalencia prerricardiana» (Feldstein, 1982), «equivalencia no ricardiana» y «no-equivalencia ricardiana» (Buiter y Tobin, 1980). En efecto, Ricardo desestimó la validez práctica de su proposición, al reconocer que la racionalidad individual se ve limitada por fenómenos de ilusión que impiden a los consumidores predecir adecuadamente los impuestos futuros implícitos en la deuda pública (véanse Vickrey, 1961, y Buchanan y Wagner, 1977), así

como que la expectativa de impuestos inducirá comportamientos de evasión fiscal que podrían llegar a la emigración. Ricardo, al igual que Adam Smith y otros clásicos, sostuvo que en tanto que los impuestos tienen como principal efecto reducir el consumo de la generación actual, la emisión de deuda interior reduce el ahorro y la formación de capital privado. Lejos de ser equivalente a la financiación mediante impuestos, la emisión de deuda permitirá trasladar la carga sobre las generaciones futuras. Salvo bajo condiciones especiales (por ejemplo, financiación de gastos autoliquidables y gastos extraordinarios), la posposición de impuestos mediante endeudamiento público es para la escuela clásica una política condenable.

En su fervor por la política fiscal deficitaria, la «nueva ortodoxia» asociada al keynesianismo combatió las inhibiciones clásicas acerca de la utilización de la deuda pública. La deuda pública es una mera transferencia de recursos de unos ciudadanos a otros —«nos la debemos a nosotros mismos» (Lerner, 1948)— y no puede suponer carga alguna sobre generaciones futuras en la medida en que, bajo condiciones de pleno empleo, la comunidad sólo «carga» con la renuncia a la producción privada asociada con el gasto público en el momento en el que éste se realiza (Samuelson, 1958). Aunque esta línea de argumentación es puesta en duda desde fines de los años 50 por Buchanan (1958), Davis y otros (1960) e incluso por keynesianos como Buiter y Tobin (1980), su aceptación inicial logró romper el consenso clásico sobre las reglas de endeudamiento «responsable» (Buchanan y Wagner, 1977. c.3).

El análisis macroeconómico keynesiano tradicional generó un amplio acuerdo en torno a la eficacia de la política fiscal expansiva para absorber los excesos de ahorro privado en condiciones de subutilización de los recursos (Tobin, 1980). La financiación del déficit mediante deuda, al llenar ésta el vacío entre las disponibilidades de ahorro y la reducida demanda de inversión, debe considerarse una buena política, incluso más estimulante a corto plazo que la financiación impositiva.

En sus primeras formulaciones, el modelo keynesiano relacionaba el consumo con la renta disponible. Como los impuestos representan reducciones en los ingresos totales antes de su disposición, una rebaja impositiva aumentará más o menos mecánicamente el gasto corriente de consumo y, en menor medida, el ahorro. Pero alguien tiene que ceder poder adquisitivo para comprar los títulos de deuda. Esto, en el modelo keynesiano, no plantea problemas: los títulos se compran con fondos extraídos del atesoramiento ocioso, con lo que los tipos de interés apenas aumentarán y el gasto en inversión no se verá afectado. Fuera de esta situación extrema de tipos de interés a niveles mínimos, el aumento de oferta de títulos se verá acompañado de un menor crecimiento de la demanda, forzando una elevación de los tipos de interés (menor cuanto más elásticas sean las demandas de dinero y títulos a los tipos de interés) y la asociada disminución de los gastos de inversión (menor cuanto más inelástica sea la demanda de inversión a los tipos de interés). Este *crowding out* financiero, que reduciría a largo plazo el *stock* de capital (véase Diamond, 1965; Phelps y Shell, 1969; Buiter y Tobin, 1980), en ningún caso contrarrestará la expansión de la demanda a corto plazo bajo condiciones razonables (Okun, 1971 y Friedman, 1978). Condiciones cuyo cumplimiento ha negado la escuela monetarista, en una larga y poco fructífera polémica, cargada de empiricismo (véase Otero, 1982, páginas 548 y ss.), acerca de la magnitud de la elasticidad-interés de la demanda de dinero y el *crowding out* derivado de los efectos riqueza en la demanda de dinero (Friedman, 1972, Carlson y Spencer, 1975).

Un pilar clave de la efectividad de la política deficitaria financiada con deuda es la consideración de este pasivo del gobierno como riqueza neta por parte del sector privado. Si los fondos obtenidos de los adquirentes de títulos de deuda se transfieren a los contribuyentes, la única partida residual agregada son los bonos en manos de los suscriptores. ¿«Cómo es posible —se pregunta retóricamente Tobin (1952)— que la sociedad, por el mero artificio de endeudarse frente a sí misma, pueda engañarse pensando que es más rica? ¿Acaso los impuestos adicionales necesarios para financiar las cargas de intereses no reducen el valor de otros componentes de la riqueza privada?».

Retrospectivamente, es sorprendente que el desafío neorricardiano no fuese lanzado poco después de que las ideas keynesianas fueran presentadas a los economistas. La noción de que la deuda pública interior no representa ninguna carga, básicamente absurda según Buchanan (1958) y, en todo caso, confusa, fue ampliamente aceptada por la teoría macroeconómica desarrollada tras la segunda guerra mundial. Si no se imponen cargas sobre el contribuyente futuro, ¿por qué prestar atención alguna a la eventual capitalización de las futuras cargas fiscales y su probable influencia

sobre el comportamiento del gasto privado en el momento de la emisión? Keynesianos más refinados, como el propio Tobin, han reconocido la existencia de estos efectos, que, sin embargo, sólo compensarían una parte del aumento de la riqueza inicial, debido al impacto de la deuda sobre la composición de la riqueza privada y la posibilidad de refinanciar la deuda con nuevas emisiones. A esto añade Buchanan (1958) la existencia de ilusión fiscal, nunca discutida por el keynesianismo inicial, pero coherente con su análisis de expectativas estáticas.

A pesar de estas reticencias y matizaciones, el consenso en torno a las ventajas relativas del endeudamiento frente a los impuestos no sufre serios ataques hasta principios de los 70, con la publicación de un provocativo y celebrado artículo por Robert Barro (1974). Dos son, para Barro, los motivos básicos por los que puede defenderse con coherencia que la deuda representa riqueza neta, al menos parcialmente. Un tipo de argumentación, basado en vidas finitas, supone que el horizonte relevante para el pago de impuestos futuros será más corto que el de los pagos por intereses, de forma que los activos de las generaciones actuales lo son frente a generaciones futuras (véanse, por ejemplo, Diamond, 1965; Modigliani, 1961, y Thompson, 1967). El segundo tipo de argumento, basado en la existencia de mercados de capitales imperfectos, supone que, debido a la presencia de restricciones de liquidez, el tipo de descuento relevante para las deudas impositivas será más alto que el correspondiente a los pagos por intereses (Mundell, 1971).

Barro demuestra que si los individuos son racionales y las generaciones actuales están ligadas a las futuras a través de vínculos económicos intergeneracionales, como donaciones y herencias, las generaciones actuales actuarán como si tuviesen una vida infinita. Con respecto a las imperfecciones de los mercados, Barro sostiene que el efecto riqueza sólo tiene lugar si el Estado es más eficiente que el mercado privado como prestamista y como productor de servicios de liquidez. Si a ello se añaden los costes de transacción asociados a la emisión de deuda y las características de riesgo de los pagos impositivos asociados a la emisión de deuda, el efecto de riqueza neta podría ser negativo. En conclusión, no existe para Barro una argumentación teórica convincente que justifique tratar la deuda del Estado como riqueza neta.

Una implicación inmediata de la tesis de Barro es que la «carga» o el efecto de la política fiscal está plenamente determinado por el peso y la composición del gasto público, con independencia de la forma de financiación. Impuestos y deuda (monetaria y no monetaria) son formas equivalentes de financiar el gasto público. La oferta de títulos públicos crea su propia demanda, aumentando los consumidores privados su ahorro en la misma cuantía, como medio de hacer frente a los pagos impositivos futuros. La política fiscal compensatoria es, por tanto, ineficaz, puesto que el producto de las rebajas impositivas no será gastado, sino ahorrado. Ineficaz pero inocua, ya que tampoco afectará a los tipos de interés ni a la inversión, no desplazará capital a largo plazo, no gravará a las generaciones futuras con impuestos derivados de la deuda presente y no puede ser acusada de generar tensiones inflacionistas en la medida en que los déficit se financien con deuda. La financiación monetaria del déficit ocasionará alzas de precios, pero no efectos reales. La expectativa de emisiones continuadas de dinero en el futuro inducirá, asimismo, un mayor ahorro actual en anticipación del impuesto inflacionario esperado.

La proposición de neutralidad depende, entre otros factores, de que la deuda sea redimida en un momento futuro mediante pagos impositivos. En una interesante crítica a la tesis de Barro, Feldstein (1976) sostiene que, en el supuesto de que la tasa de crecimiento de la renta nacional fuese superior al tipo de interés de la deuda, el sector público podría evitar el establecimiento de impuestos futuros sin más que emitir nueva deuda. Si los consumidores son racionales, considerarán la emisión inicial como riqueza neta, aumentando su consumo. Aunque Barro (1976) aceptó esta limitación, también apuntó que crecimientos en la renta real superiores al tipo de interés no sólo son, como el propio Feldstein reconoce, empíricamente controvertibles sino que además suponen una sobreacumulación de capital, inconsistente con un comportamiento racional maximizador de utilidad. La crítica de Feldstein sobre este punto se disuelve en sí misma, no obstante, una vez se acepta que los efectos reales de la deuda no dependen tanto de que ésta sea considerada riqueza como de que los individuos sean o no capaces de neutralizar, mediante los apropiados ajustes en las transferencias intergeneracionales de riqueza, los efectos de reasignación intertemporal del consumo inducidos por cambios en el nivel de la deuda pública, con independencia de la relación existente entre crecimiento y tipos de interés (Carmichael, 1982).

Una de las piezas más ingeniosas de la argumentación de Barro es la demostración de la posibilidad de que el horizonte temporal relevante para un individuo sea sustancialmente más amplio —infinito— que el de su propia vida. Una parte importante del debate se ha centrado en los vínculos económicos intergeneracionales y su viabilidad, aunque, como han demostrado recientemente Poterba y Summers (1986), la vida humana es lo suficientemente larga como para que la existencia de estos vínculos sea crucial. El propio Barro (1974, 1979) apunta algunas de las limitaciones, señaladas también por Tobin (1980) y Feldstein (1976), entre otros, que restarían operatividad a la cadena de transferencias de padres a hijos y viceversa: *a)* una generación puede no tener descendencia, lo que permitiría trasladar la carga a generaciones posteriores; *b)* una generación puede ser indiferente al bienestar de sus sucesores; *c)* las costumbres acerca de la institución de la herencia (por ejemplo, igual división entre los hijos, con independencia de las diferencias entre ellos con respecto a otras dotaciones) pueden impedir un ajuste adecuado de ésta; y *d)* si para una generación fuese óptimo seleccionar herencias negativas —ante la expectativa de que el crecimiento económico aumentará el bienestar de los descendientes— pero la legislación vigente no lo permitiese, encontraría en la financiación del gasto público con deuda una forma de acercarse al óptimo, consumiendo más y trasladando parte de la carga a sus herederos.

En un contexto de elección colectiva, este último motivo explicaría, según Buchanan y Roback (1987), por qué se endeudan los gobiernos, cuestión no resuelta por Barro. La existencia de hogares con diferente número de hijos reforzaría este argumento (vease Carmichael, 1982) en la medida en que la sustitución de impuestos por deuda permite trasladar parte de la carga del gasto público a las familias de mayor tamaño. Si funciona el mecanismo de transferencias intergeneracionales, se producirán efectos riqueza constrapuestos cuyo signo no es fácil de aventurar.

La existencia de falsa percepción e incertidumbre sobre las obligaciones futuras es otra fuente de críticas a la proposición de Barro. Así, Cavaco (1977), Feldstein (1976) y Buchanan y Wagner (1977) apuntan que los impuestos futuros no se tienen en cuenta, en gran parte debido a la complejidad de su estimación. Como señala Cavaco (1986), por otra parte, los individuos podrían no ser conscientes de que la deuda se ha emitido. Barro (1979) no encuentra, sin embargo, motivos para dar por sentado que los errores de cálculo darán por resultado una subestimación neta. Otro tanto puede afirmarse de la incertidumbre acerca de la cuantía de las deudas impositivas futuras: si los individuos tienen aversión al riesgo, la utilización de deuda aumentará el contenido de riesgo de sus carteras, reduciendo su riqueza neta (Barro, 1974; Chan, 1983).

La industria académica dedicada a la búsqueda de excepciones al teorema de equivalencia ha sido una de las más florecientes de los últimos años (para revisiones globales, véanse Tobin, 1980; Brennan y Buchanan, 1986; Hillier, 1987). Además de las ya comentadas, pueden citarse las siguientes: *a)* no neutralidad de los impuestos en el mundo real y sus efectos anticipados sobre consumo y ocio (Tobin, 1980; Auerbach y Kotlikoff, 1986; Barsky y otros, 1986); *b)* existencia de rigideces de precios y desempleo keynesiano (Tobin, 1980; Gale, 1983; Rankin, 1984); *c)* imperfecciones en los mercados de capitales (Barro, 1974; Chan, 1983; Drazen, 1978; Tobin, 1980); *d)* individuos con diferentes preferencias y distintas propensiones a consumir (Carmichael, 1982; Kormendi, 1983); *e)* déficit estructurales y explosividad de la deuda (Barth y otros, 1984-85, 1986); *f)* expectativas de los consumidores acerca de la relación entre cambios fiscales actuales y cambios futuros en el gasto y los impuestos (Feldstein, 1982; Poterba y Summers, 1986); etcétera.

Lo restrictivo de los supuestos necesarios para el cumplimiento del resultado de neutralidad —algo reconocido en el trabajo original de Barro— ha llevado a parte de la profesión a rechazar su relevancia con excesiva precipitación. Por un lado, las posibles desviaciones de sus supuestos tienen efectos riqueza contrapuestos cuyo signo es indeterminado *a priori*. Ningún argumento teórico sólido puede demostrar que las desviaciones favorecen las tesis keynesianas. Por otro, como destaca Barro en su réplica a Feldstein, el resultado de equivalencia es el punto de referencia teórica más apropiado, una vez se acepta que no es fácil prescindir de la hipótesis de racionalidad en los modelos explicativos del comportamiento económico. Como apuntan Barth y otros (1984-85), aún si la tesis de neutralidad fuese correcta sólo en un 50 por 100, su importancia seguiría siendo esencial para valorar los efectos de la política deficitaria del gobierno. La cuestión de auténtica relevancia práctica no puede ser, por tanto, lo apropiado o inapropiado de los supuestos de la tesis de equivalencia, sino su utilidad para enjuiciar la política

fiscal del mundo real en que vivimos. Sólo el análisis empírico puede arrojar alguna luz a este respecto.

III. ESTUDIOS EMPIRICOS ACERCA DE LA HIPOTESIS DE NEUTRALIDAD

La literatura empírica que guarda alguna relación con las implicaciones de la hipótesis de equivalencia es amplísima si se tienen en cuenta las estimaciones existentes de los efectos de las políticas monetaria y fiscal en modelos macroeconómicos, tanto de tipo estructural como en forma reducida. Así, Tobin (1980) señala que prácticamente todos los modelos macroeconométricos estimados para Estados Unidos muestran multiplicadores sustanciales para reducciones impositivas o aumentos en las transferencias financiadas mediante deuda, de donde se sigue —sostiene Tobin— «que tales emisiones de deuda absorben ahorro privado».

Esta evidencia contraria no puede, sin embargo, aceptarse como un contraste de la hipótesis de equivalencia (véase, por ejemplo, Barro, 1979). En su especificación, estos modelos suelen formular una función de consumo en la que éste depende de la renta disponible corriente, sin intentar mantener constante el valor de los impuestos futuros anticipados. Ello implica excluir *a priori* la hipótesis de neutralidad, ya que se supone que una reducción impositiva tendrá el mismo efecto que un aumento en la renta nacional real, con independencia de que la reducción de impuestos vaya o no asociada a un déficit que elevaría los impuestos futuros o reduciría los gastos anticipados. Barro afirma que algunos modelos que no imponen este tipo de restricciones, como el modelo de San Luis (Carlson, 1978), no parecen atribuir efectos significativos a la política fiscal. No obstante, modelos de forma reducida como el de San Luis tampoco son un buen apoyo a la hipótesis de equivalencia, dado que un mecanismo que podría minimizar el impacto de la política fiscal es el alza de los tipos de interés, incompatible con las implicaciones de la «ultrarracionalidad» neorricardiana.

Precisamente por este motivo, otro de los contrastes indirectos de la hipótesis de equivalencia ha sido la estimación de una forma reducida de la ecuación de los tipos de interés. Los efectos del déficit sobre los tipos de interés dependen de factores tales como la naturaleza del gasto, la estructura impositiva, las políticas monetarias y fiscales domésticas e internacionales, y el horizonte temporal considerado, entre otros. No es, por tanto, sorprendente que los estudios disponibles ofrezcan resultados dispares, dependiendo del período de referencia, la variable representativa utilizada para medir el endeudamiento público, la especificación de otras variables incluidas, etc. (para una valoración, véase Boskin 1987).

Los análisis disponibles sobre la relación déficit-tipos de interés en Estados Unidos arrancan del trabajo de Feldstein y Eckstein (1970), en el que no se consigue establecer una conexión significativa entre ambas variables. Esta conclusión es reforzada por un estudio posterior de Plosser (1982), una revisión de 24 estudios realizada por Congressional Budget Office (1984) y un crítico trabajo de Evans (1985), quien sostiene que los ahorradores consideran que el déficit es imposición futura e incluso que, en períodos de déficit elevados, la relación entre éstos y los tipos de interés es negativa. Un reciente y cuidadoso estudio de Barth y otros (1984-85), sin embargo, pone en cuestión la potencia de los tests utilizados y desarrolla un análisis de sensibilidad sobre las estimaciones de los trabajos de Hoelscher (1983), De Leeuw y Holloway (1983) y Girola (1984). Los resultados de Barth y otros indican que una elección apropiada del período muestral y de las medidas del déficit o la deuda utilizadas en el trabajo empírico son esenciales, así como que los déficit o el endeudamiento público afectan a los tipos de interés de acuerdo con las ideas convencionales, contrarias a la hipótesis de neutralidad. Estas conclusiones son en la actualidad la opinión dominante que se desprende de los estudios realizados para otros países industrializados (véanse Sauders y Klau, 1985, y Blanchard y Summers, 1984, para el área OCDE, y Mauleón y Pérez, 1984, y Mauleón, 1987, para el caso de España).

Otras dos rutas, menos directas que la anterior, para examinar el impacto potencial del déficit sobre los tipos de interés consisten en estimar los efectos de aquél sobre la demanda de dinero y la demanda agregada. Barth y otros (1984-85), tras incorporar la deuda federal a la función de demanda de dinero estimada por Hafer y Hein (1984), obtienen un coeficiente positivo y altamente significativo. Este resultado es coherente con la idea de que el déficit eleva los tipos de interés no sólo a través de su impacto sobre el consumo, sino además afectando a la demanda de saldos monetarios. Por su parte, las estimaciones de Eisner y Pieper (1984) apuntan a que el déficit —tanto ajustado cíclicamente como

sin corregir— tiene un impacto positivo significativo sobre la tasa de crecimiento del PIB.

¿Cómo afectan los impuestos y la deuda pública a las decisiones de consumo y ahorro privado? El conjunto relativamente minoritario de estudios orientados a contrastar directamente la hipótesis de equivalencia tiene como punto de partida el trabajo de Kochin (1974). Estimulado por la coincidencia de elevadas tasas de ahorro personal y cifras récord de déficit federal en Estados Unidos en 1970-71, Kochin introdujo el déficit como segunda variable explicativa en una función de consumo dependiente de la renta disponible. La estimación, realizada con datos de 1952 a 1971, arrojó para la variable déficit un coeficiente negativo y significativo, si bien inferior —en términos absolutos— al coeficiente de la renta disponible, respaldando la hipótesis de neutralidad en una versión débil: la emisión de deuda contrarresta una cuarta parte de los efectos expansivos sobre el consumo generados por una rebaja impositiva. El trabajo de Kochin fue fuertemente criticado por Buiter y Tobin (1979) desde el punto de vista econométrico y conceptual. Tras ampliar el período de estimación hasta 1976, Buiter y Tobin demuestran que el déficit pierde toda significación.

Posteriormente, Yawitz y Meyer (1976) someten a contraste la proposición de Barro mediante la estimación de una función consumo que depende de la renta disponible, la riqueza real neta de las familias, excluida la deuda pública, y el valor de mercado de la deuda pública en poder de los hogares. La estimación de esta ecuación para el período 1953-69 produjo coeficientes estadísticamente indistinguibles para las variables riqueza y deuda, de donde se sigue que ni siquiera existe descuento parcial de las obligaciones impositivas futuras abonadas a la creación de deuda.

La perspectiva de ciclo vital que incorpora la función de consumo de Yawitz y Meyer es, de acuerdo con Tanner (1979), deficiente, al ignorar numerosos determinantes de las decisiones de consumo distintas de la riqueza real y la renta disponible. Una vez introducidos los que Tanner estima fundamentales —incorporación del ahorro empresarial a la renta disponible e inclusión de la renta disponible desfasada, la tasa de desempleo, el *stock* de bienes duraderos de consumo y el superávit de las administraciones públicas—, el coeficiente de la variable deuda pierde su significación y el correspondiente al superávit es positivo y significativo. Estos resultados llevan a Tanner a afirmar que la deuda no es riqueza neta y que los consumidores anticipan plenamente la factura impositiva futura, conclusiones ratificadas en dos trabajos posteriores de Seater (1982) y Seater y Mariano (1985), que también emplean un enfoque de ciclo vital. Recientemente, sin embargo, Barth y otros (1986) han reestimado la ecuación de Tanner expandiendo la muestra al período 1931-1983 (1947-1974 en el original), invirtiéndose sus hallazgos: la deuda pública se considera riqueza neta y los impuestos futuros sólo son parcialmente descontados. El descuento impositivo sería nulo una vez eliminados los años previos al fin de la segunda guerra mundial.

Uno de los aspectos menos cuidados de los primeros intentos de evaluar empíricamente la proposición de equivalencia, apuntado por Carmichael (1982), es la necesidad de introducir restricciones sobre los parámetros de las variables de los impuestos y el déficit/endeudamiento que permitan discriminar entre hipótesis alternativas (véase, a este respecto, Leiderman y Blejer, 1987). Por esta razón, deben destacarse tres estudios en los que el diseño de los tests ha recibido especial atención: Buiter y Tobin (1979), Kormendi (1983) y Modigliani (1984).

Buiter y Tobin proponen estimar una función de consumo similar a la empleada por Kochin, en la que figuran como variables independientes (en términos *per capita*) la renta nacional, los impuestos, el déficit y el consumo desfasado. La no inclusión de una medida de riqueza neta no altera la validez del contraste de la hipótesis de neutralidad (véase Carmichael, 1982). Esta especificación tiene la ventaja de que «anida» como casos particulares tanto la hipótesis keynesiana —coeficiente de la renta igual, en valor absoluto, al coeficiente de impuestos, y ponderación nula del déficit— como la proposición de equivalencia ricardiana: los tres coeficientes iguales en valor absoluto y significativamente distintos de cero. Al aplicar su test a los datos de Estados Unidos, en el período 1949-1976, Buiter y Tobin no encuentran apoyo a la proposición de Barro —la variable déficit presenta un coeficiente no significativamente distinto de cero—, pero la falta de significación estadística de las variables, debida a la multicolinealidad, impide rechazar la hipótesis de equivalencia. Una reestimación reciente de Barth y otros (1986) para el período 1931-83 logra rechazar la hipótesis de equivalencia en su versión fuerte, pero no la igualdad de los coeficientes de impuestos y déficit.

La metodología empleada por Buiter y Tobin ha

sido utilizada por Kessler y otros (1986) en un reciente estudio referido a una combinación de datos *cross section* y temporales de quince países de la OCDE. Dos resultados destacan en este trabajo. Primero, la hipótesis de equivalencia resulta rechazada, si bien puede afirmarse que el déficit contrarresta entre la tercera y la cuarta parte del aumento del consumo ocasionado por una rebaja impositiva. Estos resultados coinciden con los obtenidos por Koskela y Viren (1983) para una muestra más reducida. Segundo, los distintos países tienen diferente capacidad para descontar los impuestos futuros anticipados (por ejemplo, mayor en Estados Unidos que en Francia).

Kormendi (1983) critica el enfoque tradicional de modelización de la función de consumo asociada a las teorías de ciclo vital, basada, en su opinión, en un conjunto de supuestos asimétricos: percepción plena de los impuestos corrientes junto a la ignorancia de los beneficios del gasto, así como inclusión de la deuda como parte de la riqueza neta, lo que implica presuponer que el sector privado es miope y que sus percepciones difieren sistemáticamente de las consecuencias presentes y futuras de la política fiscal. Kormendi desarrolla un enfoque alternativo que consolida los sectores privado y público e implica una evaluación racional de la política fiscal. Los resultados de su estimación indican que una disminución impositiva financiada con deuda carece de efectos, así como que la deuda —con un coeficiente negativo— reduce la riqueza neta, posiblemente a causa de un aumento del riesgo en las carteras de los individuos. Aunque no es de extrañar que los defensores de la teoría del ciclo vital hayan criticado la especificación de la función de consumo de Kormendi (por ejemplo, Modigliani y Sterling, 1985), la reestimación de ésta para los períodos 1931-83 y 1947-83 realizada por Barth y otros (1986) ha reforzado las conclusiones originales de neutralidad de la deuda.

En un trabajo anterior, Feldstein (1982) se ocupa, asimismo, de la racionalidad y las expectativas de los consumidores desde una perspectiva diferente. Feldstein sostiene que el enfoque de Barro exagera enormemente las percepciones del público, ya que un aumento impositivo actual podría actuar como señal de mayores impuestos o gastos en el futuro. Los test de Feldstein de la «hipótesis de expectativas fiscales» omiten algunas restricciones sobre los parámetros de impuestos y deuda, y la fuerte multicolinealidad impide suscribir su conclusión de que las consecuencias básicas de la hipótesis de equivalencia son desmentidas por los datos (véase, por ejemplo, Leimer y Lesnoy, 1982, y Seater y Mariano, 1985). En particular, Kormendi (1983) ha reestimado la ecuación de Feldstein empleando nuevas series, obteniendo resultados favorables a la hipótesis de neutralidad.

Modigliani (1984) y Modigliani y Sterling (1985) han desarrollado tests para discriminar entre la hipótesis de ciclo vital, bajo la cual un recorte impositivo estimula el consumo actual, y la proposición de equivalencia ricardiana. La aplicación de estos tests a datos de Estados Unidos de 1952 a 1983, y a una muestra de 33 países con datos de 1960 a 1980 (Modigliani, 1984), así como al caso de Italia (Modigliani y Jappelli, 1987), indica que la hipótesis de equivalencia en su versión estricta no es repaldada por los datos (en el mismo sentido, véase Sarantis 1985). No obstante, la variable déficit aparece con signo negativo y es significativa, con valores próximos en muchos casos a 0,33, lo que indicaría que el «efecto anticipación» puede llegar a erosionar una parte sustancial del efecto expansivo de la política fiscal.

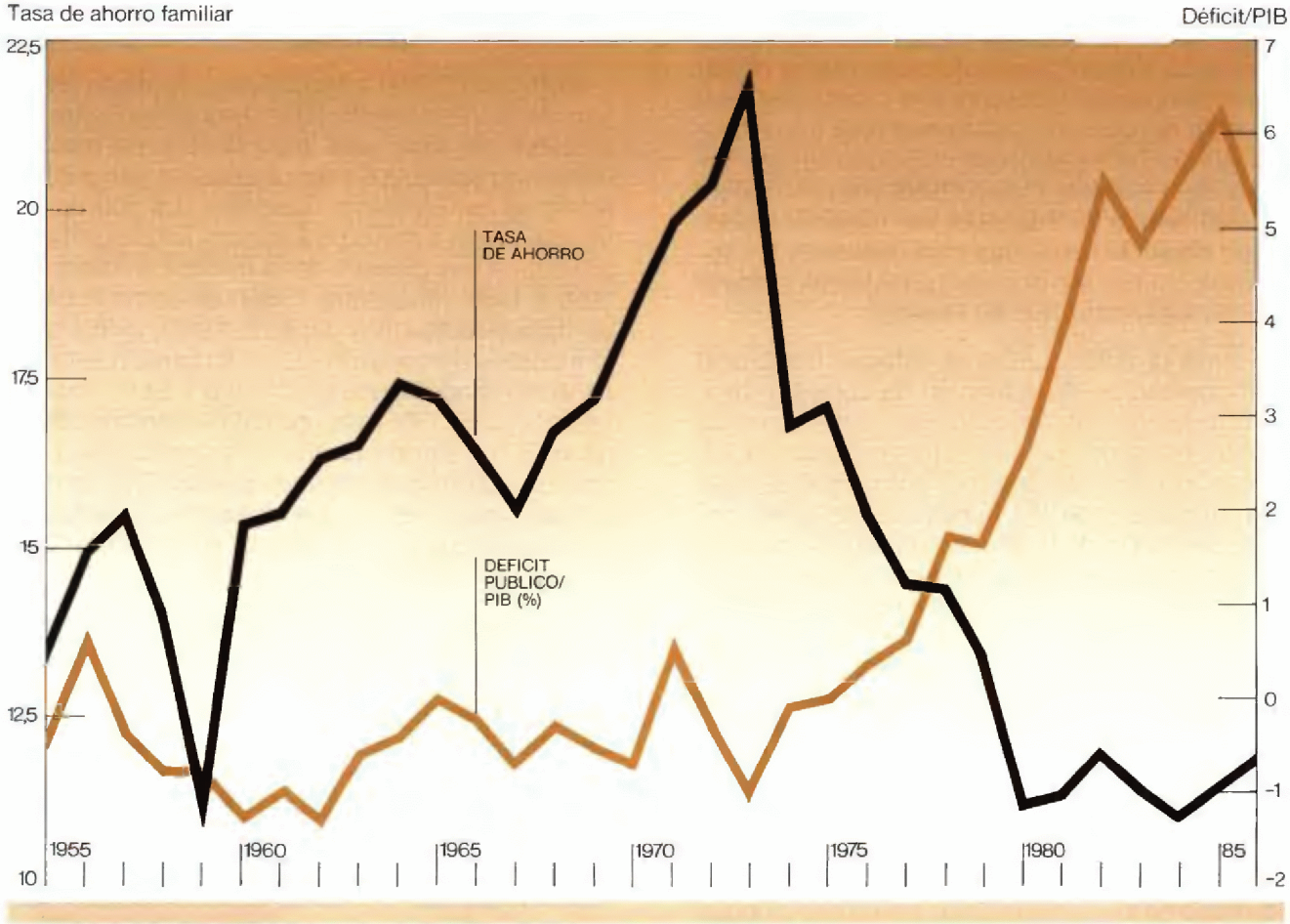
No es fácil sintetizar de modo conciso el mensaje que se deriva del trabajo empírico acerca de la doctrina de neutralidad. Es cierto que la hipótesis de equivalencia, expresada en sus términos más radicales, ha sido respaldada por una minoría de estudios. También se observa que los resultados pueden ser muy sensibles al período analizado, la elección de las variables y la medición del déficit y la deuda pública. En todo caso, no es posible rechazar que, como muchas de las investigaciones ponen de relieve, la eficacia potencial de la política fiscal puede verse reducida de forma no despreciable por las percepciones de mayores impuestos futuros que el déficit puede estimular. Aunque el grueso de la evidencia apunte a que el déficit y la deuda afectan ciertamente a los tipos de interés, la demanda de consumo y la demanda agregada, son necesarios mayores esfuerzos en el terreno empírico a fin de evaluar en qué medida las anticipaciones pueden condicionar las posibilidades de la política fiscal para estimular el nivel de actividad.

IV. DEFICIT, IMPUESTOS Y CONSUMO PRIVADO: PLANTEAMIENTO GENERAL

El objeto de la exposición que sigue es ofrecer las conclusiones a las que apunta la evidencia

GRAFICO 1

AHORRO DE LAS FAMILIAS Y DEFICIT DE LAS AA.PP.



disponible para la economía española con respecto a la proposición de equivalencia ricardiana, utilizando como marco conceptual un sencillo modelo explicativo del consumo privado.

La escasez de datos obliga a formular la función de consumo en términos extremadamente simples. En particular, no ha sido posible diferenciar entre distintos tipos de bienes de consumo (bienes de consumo duraderos y bienes de consumo no duraderos), ni tampoco imputar como consumo del período la depreciación del *stock* de bienes duraderos según sugiere la teoría. Tampoco ha resultado factible introducir de forma explícita en la función de consumo ninguna variable que refleje el *stock* de riqueza, dado que no se dispone de valoraciones mínimamente fiables de esta magnitud.

Una forma directa y rudimentaria de aproximarse a la proposición de equivalencia ricardiana y su grado de cumplimiento para la economía española la proporciona el gráfico 1, en donde en ordenadas se representa el ahorro de las familias y el déficit de las administraciones públicas como porcentaje, respectivamente, de la renta familiar disponible y del PIB de cada año. El detalle de los datos utilizados se ofrece en el Anexo. A la vista de este gráfico, se observa que la fase de rápida expansión del déficit del sector público, en general, se ha visto acompañada de una caída de la tasa de ahorro de las familias. Es decir, en el caso de la economía española no parece haberse verificado la proposición de equivalencia ricardiana según la presentación que de la misma hacen Buiter y Tobin. El endeudamiento del sector público no ha sido percibido por las familias como mayores impuestos futuros y, en consecuencia, como una necesidad de aumentar los flujos presentes de ahorro pa-

ra compensar los mayores flujos futuros de impuestos.

No obstante, este contraste de naturaleza directa adolece de una limitación. En concreto, que la hipótesis, *ceteris paribus,* necesaria para valorar los efectos del déficit público *per se* y desligarlos de otro tipo de efectos, no se satisface. Así, el período de fuerte crecimiento del déficit público se inicia a partir de 1975, coincidiendo con la crisis económica y la consiguiente acumulación de pérdidas por parte de las empresas públicas y la necesidad de incrementar los gastos de transferencias. Entre otros, dos fenómenos nuevos que pueden operar sobre la tasa de ahorro de las familias son, por un lado, el menor crecimiento de la renta y, por otro, la rápida inflación que se desata a partir de estas fechas.

En efecto, en la medida en que la relación entre consumo y renta sea de tipo dinámico, al atenuarse la tasa de crecimiento, la relación observada «ahorro-renta» puede experimentar una caída como simple consecuencia de que el consumo observado es el resultado de un proceso de ajuste dinámico a los valores corrientes y pasado del nivel de renta. En consecuencia, una relación estable entre consumo y renta es compatible con un aumento observado de la propensión promedia al consumo al aminorarse el aumento del nivel de renta.

Por otro lado, muchos estudios empíricos de la función de consumo han hallado un efecto significativo de la tasa de inflación sobre el consumo. Dado que a partir de 1974 la inflación se acelera, es preciso aislar el efecto del déficit del derivado del comportamiento de los precios.

Estas dos razones —caracter dinámico de la relación que liga al consumo con las variables explicativas y posibles efectos precio— convierten al simple análisis gráfico realizado en el gráfico 1 en insuficiente y avalan la necesidad de pasar a desarrollar un examen econométrico más elaborado.

En los apartados siguientes se presenta, en primer lugar, la formulación de una función de consumo general que «anida» como casos especiales a la función keynesiana de consumo y a la que se derivaria de ser cierta la proposición de equivalencia ricardiana según la sugerencia de Buiter y Tobin. A continuación, y partiendo de este modelo general, se ofrecen los resultados de los procesos de simplificacion que conducen a los dos modelos propuestos: el keynesiano y el de equivalencia ricardiana. Por último, se analizan comparativamente estos dos modelos y se constata cual es su grado de concordancia con los datos.

1. La función de consumo: el modelo general de partida

La función general de consumo que se toma como punto de partida para el contraste de las distintas especificaciones, adopta la forma:

$$\Delta C_t = \mu - (1 - \alpha_1)\, C_{t-1} + \beta Y_t + \varphi\, T_t + \\ + \gamma\, (G_t - T_t + TR_t) + \xi_0 \Delta \ln p_t + \xi_1 \ln p_{t-1} + \varepsilon_t \qquad [1]$$

en donde:

C_t = Consumo de las familias.

Y_t = Renta disponible de las familias antes de impuestos y de transferencias.

T_t = Valor total de los ingresos públicos.

TR_t = Valor total de las transferencias. Estas transferencias incluyen las transferencias corrientes y de capital, entre las cuales se cuentan el pago de intereses efectivos y las subvenciones.

G_t = Gasto público, que engloba el consumo público en bienes y servicios y la formación bruta de capital.

$(G_t - T_t + TR_t)$ = Déficit de las administraciones públicas.

p_t = Deflactor del consumo privado.

Todas las variables están expresadas en términos *per capita* y deflactadas por el deflactor del consumo.

Puede observarse que se trata de una función de consumo estándar, en la que la renta disponible se ha disociado entre sus tres principales componentes y a la que se han añadido como variables explicativas el déficit de las administraciones públicas y variables representativas de la evolución de los precios.

La inclusión de la variable endógena desfasada como regresor es práctica común en muchas funciones de consumo estimadas. Tal variable puede permitir una aproximación a la renta permanente, así como captar la posible existencia de un proceso de ajuste parcial en la función de consumo. Equivale, en definitiva, a dinamizar el modelo suponiendo que las variables explicativas intervienen

con distintos desfases que decrecen en progresión geométrica de razón «α». Ensayando adicionalmente en el modelo otros desfases de las variables explicativas, tendentes a eliminar la restricción que supone considerar efectos decrecientes en progresión geométrica, no se obtuvieron resultados significativos, por lo que se decidió no incluirlos.

Conviene también destacar que la variable dependiente se expresa en incrementos con objeto de facilitar la interpretación del coeficiente de determinación y de la capacidad de ajuste del modelo. No obstante, iguales coeficientes estructurales se estimarían si la variable dependiente estuviese directamente constituida por el nivel de consumo.

En cuanto a la variable precios, se introduce en incrementos y en niveles. El motivo estriba en que hay argumentos en la literatura sobre la función de consumo que justifican la inclusión de ambos tipos de variables. En efecto, Branson y Klevorick (1969) estimaron una función de consumo en la que figuraba como variable explicativa el nivel de precios. Dado que en la ecuación estimada las variables estaban ya previamente deflactadas, se argumentaba que la inclusión del nivel de precios podía recoger la existencia de ilusión monetaria. Los resultados que obtuvieron para los Estados Unidos fueron los de un coeficiente positivo y significativo para el nivel de precios. Con respecto a la tasa de inflación, existen bastantes precedentes de este tipo de formulación. Cabe citar al respecto el de Deaton (1978), el de Davidson *et. al.* (1978) o el de Hendry y Ungern-Sternberg (1980). En general, la idea es que tal variable puede reflejar efectos riqueza debidos al dispar crecimiento del deflactor del consumo privado y de los precios de la riqueza neta de los consumidores.

En el caso concreto de la función de consumo en que estamos interesados, supóngase que la ecuación adopta la forma:

$C_t = a_0\Delta \ln p_t + b_0 \ln p_t + b_1 \ln p_{t-1}$ + resto de variables.

Lógicamente, una ecuación de este tipo no puede ser estimada directamente debido a problemas de multicolinealidad. No obstante, la ecuación puede expresarse del siguiente modo:

$C_t = (a_0 + b_0)\Delta \ln p_t + (b_0 + b_1)\ln p_{t-1}$ + resto de variables $= \xi_0 \Delta \ln p_t + \xi_1 \ln p_{t-1}$ + resto de variables,

que es la forma que adopta la ecuación [1]. En cualquier caso, la ausencia de significatividad de «ξ_1» sería indicativa de que el nivel de precios constituye una variable superflua.

Consideramos que, en el caso concreto de la economía española, la variable precios y su tasa de variación puede estar recogiendo diversos efectos, tales como:

a) Posibles efectos riqueza, que pueden adoptar el signo negativo o positivo dependiendo de la evolución de los precios relativos del *stock* de riqueza con respecto al deflactor del consumo privado.

b) Efectos sobre los tipos reales de interés. Ello es debido a que durante gran parte del período analizado los tipos nominales de interés han sido fijos para ciertos activos. La aceleración de la inflación suponía, en tal contexto, una caída de los tipos reales de interés, con posibles efectos sobre los incentivos al ahorro y sobre la adquisición de bienes de consumo duradero a través de las compras a plazos.

c) Posible existencia de ilusión monetaria en la línea argumental de Branson y Klevorick.

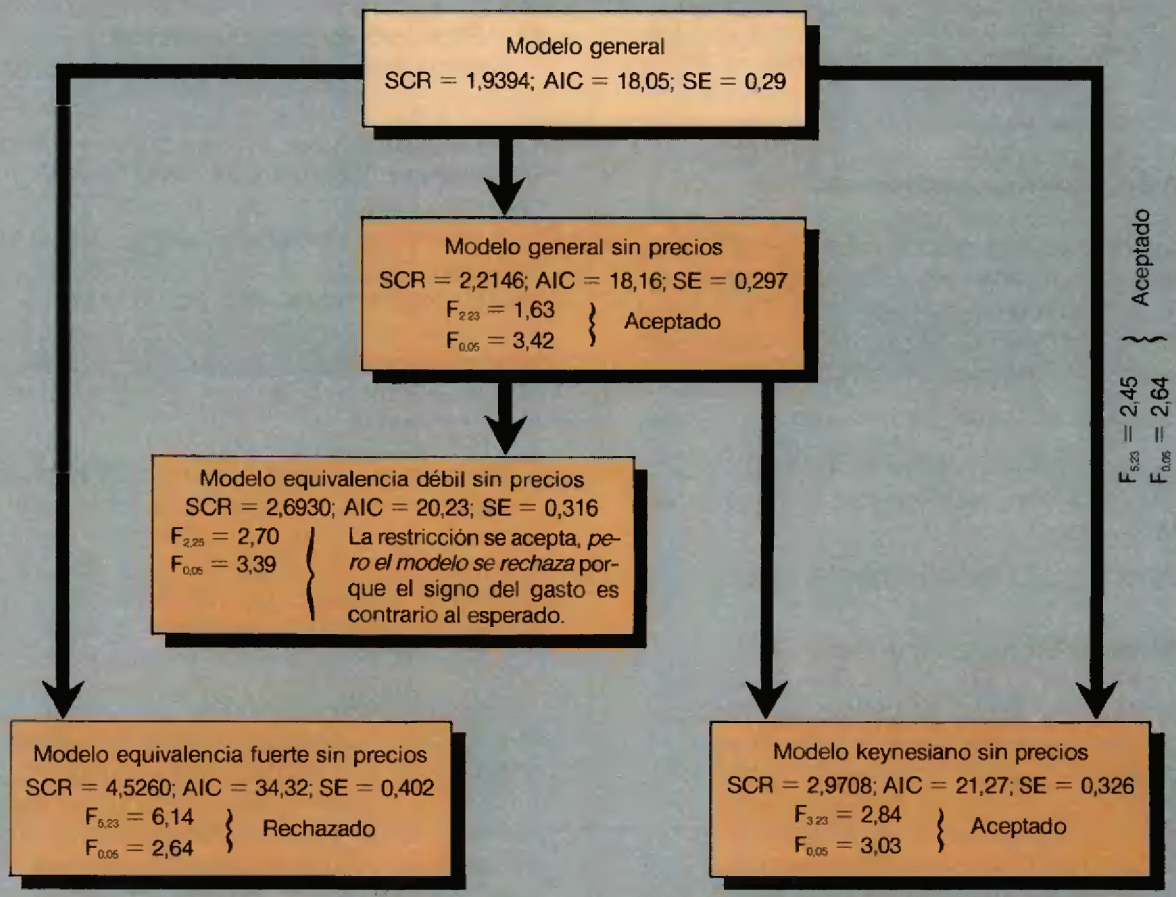
d) Posibles efectos redistributivos. En efecto, en España la inflación que se produjo a partir de 1974 estuvo asociada a un aumento en la tasa de participación de la renta salarial en la renta total. En la medida en que la propensión al consumo de los perceptores de rentas salariales sea más elevada que la del resto de perceptores, o en la medida en que, en general, la inflación de este período haya estado asociada a una redistribución de la renta en favor de los perceptores de elevada propensión al consumo, los precios pueden estar actuando como variable *proxy* de este fenómeno.

No se dispone de elementos objetivos para decidir *a priori* qué tipo de efecto, o conjunto de efectos, pueden estar en realidad recogiendo los precios, y la lista enunciada pretende sólo ofrecer algunos posibles argumentos que justifiquen su inclusión en el modelo.

La principal finalidad de la ecuación descrita es englobar, como casos especiales, a los modelos keynesiano y de equivalencia ricardiana que se deducen de esta formulación general. Es decir, se trata de examinar en qué medida los datos rechazan o no rechazan tales formulaciones tomando como punto de referencia el modelo general descrito.

ESQUEMA 1

PROCESO DE SIMPLIFICACION SECUENCIAL 1: excluyendo precios



Notas: SCR es la suma de cuadrados de los residuos que comporta el modelo estimado.

F_{k_1,k_2} es el valor calculado del estadístico "F" en el contraste del correspondiente bloque de restricciones.

$F_{0,05}$ es el valor tabulado del estadístico "F" para un nivel de significación de "0,05".

2. Los modelos de consumo keynesiano y de equivalencia ricardiana

a) *El modelo keynesiano*

La función keynesiana de consumo se deduce con facilidad del modelo [1], introduciendo restricciones sobre los valores que adoptan ciertos coeficientes. En su versión más tradicional, habría que eliminar, en primer lugar, la variable precios (es decir, «$\xi_0 = \xi_1 = 0$»), con lo que se obtiene:

$$\Delta C_t = \mu - (1 - \alpha_1)C_{t-1} + \beta Y_t + \varphi T_t + \gamma TR_t + \tau (G_t - T_t + TR_t) + \varepsilon_t \quad [2]$$

y, adicionalmente, debe satisfacerse «$\beta = -\varphi = \gamma$». De aquí se desprende:

$$\Delta C_t = \mu - (1 - \alpha_1)C_{t-1} + \beta (Y_t - T_t + TR_t) + \varepsilon_t \quad [3]$$

en donde la variable explicativa del consumo es la renta familiar disponible. O bien, pueden no eliminarse los precios, pero suponer que se sigue satisfaciendo el segundo bloque de restricciones, de forma que se obtiene:

$$\Delta C_t = \mu - (1-\alpha_1) C_{t-1} + \beta (Y_t - T_t + TR_t) + \xi_0 \Delta \ln p_t + \xi_1 \ln p_{t-1} + \varepsilon_t \quad [4]$$

El paso de [1] a [2] o de [1] a [3] es contrastable a partir de los datos y constituye el objeto de la siguiente sección.

b) *El modelo de equivalencia ricardiana*

Dentro del modelo de equivalencia ricardiana, Buiter y Tobin distinguen dos versiones: la débil y la fuerte.

b1) *Modelo de equivalencia débil*

La hipótesis de equivalencia débil implica aceptar que el efecto del déficit del sector público es equivalente al derivado de los impuestos. Es decir, si la variable precios no opera, debe satisfacerse «$\varphi = -\gamma = \tau$», de donde se desprende:

$$\Delta C_t = \mu - (1 - \alpha_t)C_{t-1} + \beta Y_t + \tau G_t + \varepsilon_t \qquad [5]$$

verificándose que el coeficiente del gasto público es negativo. O bien, manteniendo la variable precios, se deduce:

$$\Delta C_t = \mu - (1 - \alpha_t)C_{t-1} + \beta Y_t + \tau G_t + \xi_0 \Delta \ln p_t + \xi_1 \ln p_{t-1} + \varepsilon_t \qquad [6]$$

b2) *Modelo de equivalencia fuerte*

En tal caso, el efecto del déficit es coincidente con el de los impuestos (es decir, $\varphi = -\gamma = \tau$) y, adicionalmente, con el de la renta, lo que exige que se satisfaga «$\beta = -\tau$». Es decir, los consumidores perciben igual una unidad de renta, de impuestos o de déficit, en la medida en que un mayor déficit significa un menor flujo futuro de renta. En tal caso, la única variable que desplaza al consumo privado es el gasto público. De aquí se desprende:

$$\Delta C_t = \mu - (1 - \alpha_t)C_{t-1} + \beta(Y_t - G_t) + \varepsilon_t \qquad [7]$$

o bien, manteniendo la variable precios como explicativa:

$$\Delta C_t = \mu - (1 - \alpha_t)\, C_{t-1} + \beta\,(Y_t - G_t) + \xi_0 \Delta \ln p_t + \xi_1 \ln p_{t-1} + \varepsilon_t \qquad [8]$$

V. EVIDENCIA EMPIRICA PARA LA ECONOMIA ESPAÑOLA

El cuadro n.° 1 recoge los resultados alcanzados al estimar por mínimos cuadrados ordinarios las ocho ecuaciones precedentes. Todos ellos están «anidados» en el modelo general que representa la ecuación 1 y son susceptibles de contraste a partir de tal modelo.

A este respecto, caben dos procesos de simplificación, según que la variable precios se elimine del modelo general como primera simplificación o que no se elimine.

1. Proceso de simplificación secuencial 1: excluyendo precios

El proceso seguido en este caso se resume en el esquema 1. En efecto, tal como puede comprobarse en el cuadro n.° 1, al estimar la ecuación 1 los coeficientes individuales de las distintas variables, salvo la renta y el consumo desfasado, apenas resultan significativos. Ello puede ser el resultado de problemas de multicolinealidad y de reducido tamaño muestral. En cualquier caso, la función de esta ecuación 1 es sólo permitir contrastar bloques de restricciones.

Dado que en las formulaciones más tradicionales de la función de consumo la variable precios no interviene, una primera simplificación puede ser la eliminación de tal variable. La simplificación no resulta rechazada por los datos, de donde se deduce el «modelo general sin precios» (ecuación 2).

A partir de aquí cabe tratar de pasar al modelo de equivalencia ricardiano débil. No obstante, tal como puede comprobarse en el cuadro n.° 1, la ecuación 5 origina un signo contrario al esperado para la variable gasto público (positivo en lugar de negativo), lo que es motivo suficiente para el rechazo de tal tipo de modelización e interrumpir esta línea de proceso de simplificación.

Si a partir del modelo general se pasa directamente al modelo de equivalencia fuerte (ecuación 7), los datos claramente rechazan tal tipo de restricciones.

A diferencia, el modelo keynesiano (ecuación 3) no resulta rechazado ni por el modelo general incluyendo precios (ecuación 1), ni por el modelo general excluyendo precios (ecuación 2). En consecuencia, tal modelo no resulta rechazado por los datos.

Así, en resumen, este camino de simplificación que elimina en primer lugar la variable precios, conduce al rechazo de los modelos de equivalencia ricardiana, tanto débil como fuerte, y al no rechazo del modelo keynesiano. Es decir, en analogía a los juicios legales, esta forma de presentar las pruebas acumula suficiente evidencia en contra de uno

CUADRO N.° 1

RESULTADOS DE LA ESTIMACION

a) Modelo general (Ecuación 1)

$$\Delta C_t = -4{,}144 - 0{,}757C_{t-1} + 0{,}555Y_t - 0{,}674T_t + 0{,}589TR_t - 0{,}041(G_t - T_t + TR_t) + 3{,}154\Delta lnp_t + 1{,}128lnp_{t-1}$$
(1,42) (7,04) (5,91) (1,08) (0,70) (0,08) (1,50) (1,60).

$\bar{R}^2 = 0{,}777$; S.E.=0,290; D.W.=2,37; AIC=18,05; h=1,25

b) Modelo general excluyendo precios (Ecuación 2)

$$\Delta C_t = 0{,}273 - 0{,}624C_{t-1} + 0{,}544Y_t - 0{,}929T_t + 1{,}160TR_t - 0{,}185\ (G_t - T_t + TR_t)$$
(0,61) (8,26) (5,65) (1,50) (1,46) (0,34)

$\bar{R}^2 = 0{,}766$; S.E.=0,298; D.W.=2,48; AIC=18,16; h=1,47

c) Modelos keynesianos

c.1) **Excluyendo precios** (Ecuación 3)

$$\Delta C_t = 0{,}006 - 0{,}456C_{t-1} + 0{,}399\ (Y_t - T_t + TR_t)$$
(0,03) (8,89) (8,72)

$\bar{R}^2 = 0{,}720$; S.E.=0,326; D.W.=2,49; AIC=21,27; h=1,42

c.2) **Incluyendo precios** (Ecuación 4)

$$\Delta C_t = -2{,}714 - 0{,}747C_{t-1} + 0{,}530\ (Y_t - T_t + TR_t) + 2{,}933\Delta lnp_t + 0{,}822lnp_{t-1}$$
(3,39) (7,63) (9,68) (1,59) (3,47)

$\bar{R}^2 = 0{,}798$; S.E.=0,276; D.W.=2,39; AIC=12,76; h=1,29

d) Modelos de equivalencia ricardiana

d-I) Modelos de equivalencia débil

d-I-1) Modelo de equivalencia débil excluyendo precios (Ecuación 5)

$$\Delta C_t = 0{,}916 - 0{,}578C_{t-1} + 0{,}334Y_t + 0{,}419G_t$$
(2,71) (7,50) (9,14) (2,57)

$\bar{R}^2 = 0{,}736$; S.E.=0,316; D.W.=2,54; AIC=20,23; h=1,66

d-I-2) Modelo de equivalencia débil incluyendo precios (Ecuación 6)

$$\Delta C_t = -4{,}040 - 0{,}759C_{t-1} + 0{,}460Y_t - 0{,}225G_t + 3{,}582\ \Delta lnp_t + 1{,}215lnp_{t-1}$$
(1,80) (7,17) (7,58) (0,59) (1,79) (2,34)

$\bar{R}^2 = 0{,}775$; S.E.=0,291; D.W.=2,53; AIC=16,96; h=1,82

d-II) Modelos de equivalencia fuerte

d-II-1) Modelo de equivalencia fuerte excluyendo precios (Ecuación 7)

$$\Delta C_t = -0{,}137 - 0{,}282C_{t-1} + 0{,}265(Y_t - G_t)$$
(0,46) (6,47) (6,34)

$\bar{R}^2 = 0{,}573$; S.E.=0,402; D.W.=2,38; AIC=34,32; h=1,30

d-II-2) Modelo de equivalencia fuerte incluyendo precios (Ecuación 8)

$$\Delta C_t = -5{,}354 - 0{,}751C_{t-1} + 0{,}479(Y_t - G_t) + 3{,}474\Delta lnp_t + 1{,}494lnp_{t-1}$$
(4,96) (7,22) (9,14) (1,77) (4,88)

$\bar{R}^2 = 0{,}780$; S.E.=0,289; D.W.=2,53; AIC=15,51; h=1,80

NOTAS

Las ecuaciones han sido estimadas por MCO para el periodo 1955-1986.

Debajo de cada coeficiente se detalla, entre paréntesis, el estadístico "t".

$\bar{R}^2$ es el coeficiente de determinación corregido.

SE es el error estándar de la regresión.

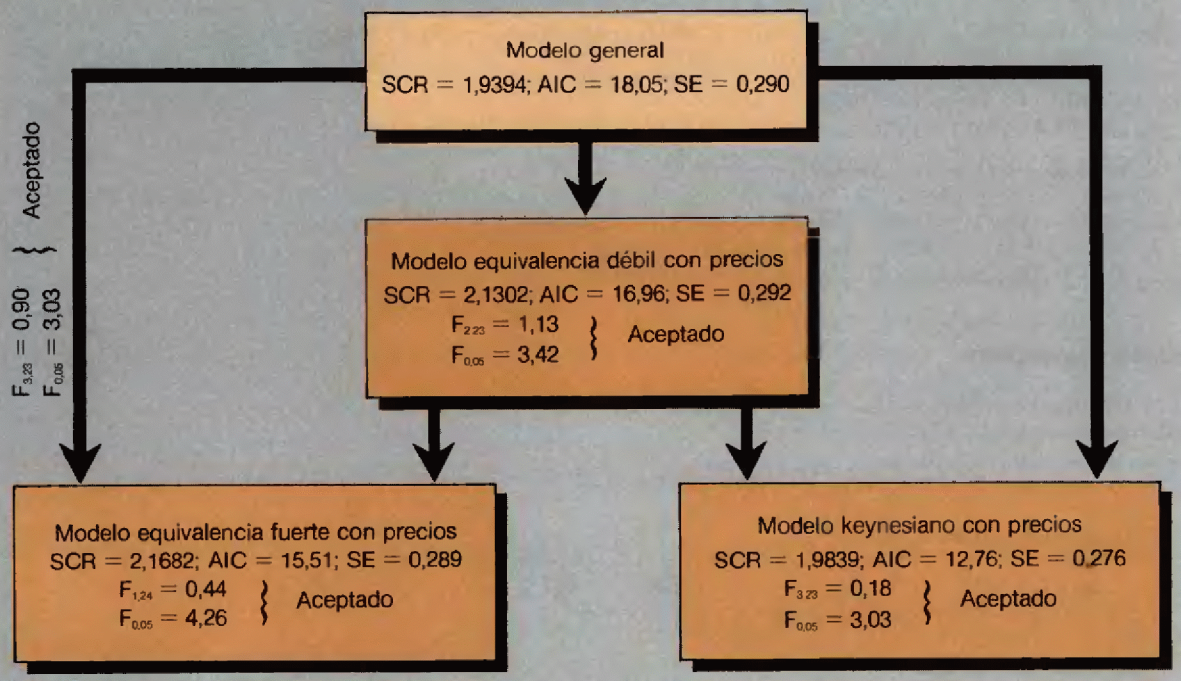
DW es el estadístico de Durbin-Watson.

AIC es el estadístico de Akaike obtenido a partir de: "AIC=—2lnL +2k", siendo "L" el valor de la función de verosimilitud y "k" el número de parámetros estimados en la ecuación.

h es el estadístico de Durbin. Su distribución, asintótica bajo la hipótesis nula de independencia en la distribución de las perturbaciones aleatorias en N (0,1).

ESQUEMA 2

PROCESO DE SIMPLIFICACION SECUENCIAL 2: sin excluir precios



de los dos acusados —el modelo de equivalencia ricardiana—, lo que permite declararlo culpable de inconsistencia con los datos. Por el contrario, no existe suficiente evidencia para condenar al otro de los dos acusados, representado por el modelo keynesiano y, en ausencia de pruebas en contra, puede seguir siendo considerado como inocente.

No obstante, el modelo keynesiano sin precios tampoco es plenamente satisfactorio. Tanto su error estándar como el valor del estadístico de Akaike experimentan un aumento si se comparan con los del modelo general. Cabe, en consecuencia, tratar de buscar alternativas de simplificación secuencial que remedien este fenómeno.

2. Proceso de simplificación secuencial 2: sin exclusión de precios

Los juicios legales se pierden o se ganan dependiendo de la estrategia que el abogado defensor siga para presentar las pruebas. A este respecto, el proceso de simplificación secuencial 2, representado en el esquema 2, y que no excluye a la variable precios, es más favorable al modelo de equivalencia ricardiana que el precedente.

Si el tamaño muestral fuese infinito, dado que los tests son consistentes y que la potencia asintótica de los contrastes es unitaria (por potencia del test se entiende la probabilidad de rechazo de la hipótesis nula cuando es falsa), cualquier proceso de simplificación conduciría a iguales resultados. Es decir, si el fiscal pudiese acumular infinitas pruebas, siempre podría condenar al culpable. No obstante, debido a que el tamaño muestral es finito, la potencia de los distintos contrastes difiere según cual sea la ordenación secuencial de los tests.

En este sentido, en el esquema 2 se recoge, en primer lugar, el proceso de paso del modelo 1 al representativo de la equivalencia débil incluyendo precios (ecuación 6), y se comprueba que el mo-

delo no resulta rechazado por los datos. Adicionalmente, en esta nueva formulación el signo del gasto público es el correcto, si bien, no significativo. A partir de la ecuación 6 se pasa con mucha facilidad a la ecuación 8, representativa de la equivalencia fuerte. De todos los modelos que postulan la equivalencia ricardiana, el de equivalencia fuerte es, en este caso, el que ofrece mejores resultados. Además, disminuyen tanto el error estándar como el estadístico de Akaike cuando se comparan con los del modelo general. En consecuencia, esta forma de presentar las pruebas no halla indicios de culpabilidad, en términos de inconsistencia con los datos, para la proposición de equivalencia ricardiana, y en ausencia de pruebas en contra (salvo quizás la posible existencia de autocorrelación en las perturbaciones que evidencia el estadístico «h» de Durbin), debe presuponerse su inocencia.

Algo similar sucede con el modelo keynesiano. Con facilidad, a partir del modelo general, pueden aceptarse las restricciones que esta modelización implica.

No obstante, los modelos de equivalencia fuerte y keynesiano son incompatibles entre sí. Al menos, uno de los dos (o los dos) es falso. Dada esta situación, el juicio debe proseguir. En este sentido, cabe destacar que tanto el error estándar como el estadístico de Akaike son más reducidos en el modelo keynesiano que en el de equivalencia fuerte. ¿Es ello evidencia empírica suficiente para rechazar el modelo de equivalencia fuerte y no rechazar el keynesiano? Es decir, ¿existen suficientes pruebas para, a la vista de los resultados alcanzados, condenar al modelo de equivalencia ricardiana de inconsistencia con los datos y no condenar (absolver) al keynesiano? En el siguiente apartado se aborda esta cuestión tratando de recabar más información.

3. Modelo de equivalencia ricardiana frente a modelo keynesiano

En base al análisis precedente, se adopta la ecuación 4 del cuadro n.° 1 como representativa del modelo keynesiano, y la ecuación 8 como representativa de la proposición de equivalencia ricardiana. Son las dos ecuaciones que mejor se comportan en ambos casos y que, adicionalmente, no resultan rechazadas por el modelo general representado por la ecuación 1. Se trata, seguidamente, de elegir entre una de estas dos alternativas, que representan dos posiciones extremas acerca de los factores condicionantes del consumo privado. Cinco criterios se utilizan para fundamentar esta elección. Son los siguientes: *a)* Test de exogeneidad; *b)* Análisis de residuos; *c)* Anidación artificial de modelos a través del test «J» de Davidson y McKinnon; *d)* Capacidad predictiva posmuestral, y *e)* Constancia estructural.

a) *Test de exogeneidad*

El análisis de la sección precedente se ha realizado condicionando a la hipótesis de exogeneidad de los regresores. Razones teóricas permiten afirmar que posiblemente éste no sea el caso. No obstante, si las estimaciones por mínimos cuadrados ordinarios y por variables instrumentales dan resultados próximos, a pesar de la no exogeneidad de las variables explicativas, debido al reducido tamaño muestral, puede seguir siendo aconsejable el empleo de mínimos cuadrados ordinarios. Este método de estimación aumenta la potencia de los contrastes, al comparar los distintos modelos restringidos con el modelo general, si bien a costa de una mayor probabilidad de error tipo I.

El test de exogeneidad utilizado es el propuesto por Holly y Sargan (1982). La esencia del test es la siguiente: suponiendo que la ecuación a estimar viene dada por:

$$y = Y_1 \beta_1 + X_1 \gamma_1 + \varepsilon$$

en donde «y» es un vector «Tx1» de observaciones de la variable dependiente, «Y_1» una matriz «Txg» de observaciones de las variables explicativas cuya hipótesis de exogeneidad —es decir, de independencia con respecto a «ε»— se desea contrastar, «β_1» un vector columna «g $\times$ 1» de parámetros a estimar «X_1» una matriz «Txk» de observaciones de variables predeterminadas, «γ_1» el correspondiente vector columna «kx1» de parámetros poblacionales y «ε» un vector «Tx1» de perturbaciones aleatorias, la aplicación de variables instrumentales para la estimación del modelo equivale a utilizar mínimos cuadrados ordinarios en la estimación de la siguiente ecuación ampliada:

$$y = Y_1 \beta_1 + X_1 \gamma_1 + \hat{V}_1 \varphi_1 + \omega$$

en donde:

$$\hat{V}_1 = Y_1 - \hat{Y}_1$$

siendo «$\hat{Y}_1$», los valores predichos de «Y_1» a partir de su regresión sobre la totalidad de instrumentos considerados.

El contraste de la hipótesis de independencia de «Y_t» con respecto a «ε» equivale al contraste de la hipótesis nula de que «$\varphi_1 = 0$». Bajo tal hipótesis se deduce el estimador mínimo cuadrático ordinario. Si la hipótesis nula resulta rechazada, se obtiene el estimador por variables instrumentales. Por último, cabe destacar que el contraste «$\varphi_1 = 0$» puede efectuarse a través de un test de la «F».

En nuestro caso concreto, los instrumentos utilizados para efectuar este contraste fueron los propios valores desfasados de los regresores. El cuadro número 2 detalla los resultados obtenidos. A la vista del mismo se comprueba que la hipótesis de exogeneidad no resulta, en ningún caso, rechazada. Pero entendemos que ello es más el reflejo de la escasa potencia del contraste en pequeñas muestras que una prueba de la exogeneidad de los regresores. En cualquier caso, no obstante, los resultados obtenidos por mínimos cuadrados ordinarios y por variables instrumentales, como suele suceder con series en las que los instrumentos tienen elevada capacidad predictiva de los regresores, eran muy similares.

CUADRO N.° 2

TEST DE EXOGENEIDAD

Modelo	*Valor estadístico F con (2,23) grados de libertad*	*Valor tabulado nivel significación del 5 por 100*
Keynesiano (*)	0,88	3,42
Equivalencia ricardiana fuerte (**)	1,43	3,42

(*) Instrumentos utilizados: Constante, C_{t-1}, $(Y_{t-1} - T_{t-1} + TR_{t-1})$, $(Y_{t-2} - T_{t-2} + TR_{t-2})$, lnp_{t-1}, lnp_{t-2}
(**) Instrumentos utilizados: Constante, C_{t-1}, $(Y_{t-1} - G_{t-1})$, $(Y_{t-2} - G_{t-2})$, lnp_{t-1}, lnp_{t-2}.

b) *Análisis de los residuos*

La existencia de problemas de autocorrelación en las perturbaciones, o de heteroscedasticidad, puede ser un indicio de especificación defectuosa. Por otro lado, el gráfico de valores observados y predichos aporta información útil sobre la capacidad de ajuste de los distintos modelos.

A este respecto, cabe recordar que la variable dependiente es el incremento del consumo, de forma que el gráfico de comparación entre valores observados y predichos obvia la posible apariencia espuria de elevada capacidad de ajuste que se produce al operar con variables en niveles de series que muestran una tendencia creciente en el tiempo.

El gráfico 2 recoge los resultados obtenidos para el modelo keynesiano (ecuación 4). A la vista de los mismos, se observa que la capacidad de ajuste del modelo es aceptable. Los mayores errores predictivos se producen en 1973 y 1974, en que el error de predicción estandarizado (es decir, el error de predicción dividido por el error estándar de la ecuación estimada) es de «2,30» y de «2,32» respectivamente. No obstante, no parece que ello sea indicio suficiente para cuestionar el modelo. Tampoco se aprecian síntomas de heteroscedasticidad. Por último, se ofrece información sobre las funciones de autocorrelación simple y parcial de los residuos y el estadístico «Q» de Box-Pierce. Aunque las correlaciones correspondientes a los desfases primero y tercero para la función de autocorrelación simple, y primero y cuarto para la función de autocorrelación parcial, son relativamente elevados, el limitado tamaño muestral no permite ningún tipo de conclusión definitiva al respecto.

El gráfico 3 sintetiza los resultados obtenidos para el modelo de equivalencia fuerte (ecuación 8). La capacidad de ajuste de este modelo es muy similar a la del precedente, destacando como en el caso anterior unos residuos estandarizados de «2,30» y de «2,52» para 1973 y 1974. No hay indicios de heteroscedasticidad, y las funciones de autocorrelación simple y parcial siguen mostrando correlaciones relativamente elevadas para los desfases primero y tercero y primero y cuarto respectivamente.

En cualquier caso, a partir del análisis de los residuos, ninguno de los dos modelos aparece claramente rechazado por los datos, siendo su capacidad explicativa muy similar. En ambos, la caída de la tasa de ahorro que se produce a partir de 1973 se recoge, en buena medida, por el comportamiento de los precios, desempeñando tal variable un papel vital en el modelo de equivalencia fuerte cara al no rechazo de esta proposición.

c) *Anidación artificial a través del test «J» de Davidson y McKinnon*

La esencia del test «J» de Davidson y McKinnon (1981) es la siguiente. Supóngase que dos modelos

GRAFICO 2

VALORES OBSERVADOS Y PREDICHOS DEL INCREMENTO DEL CONSUMO

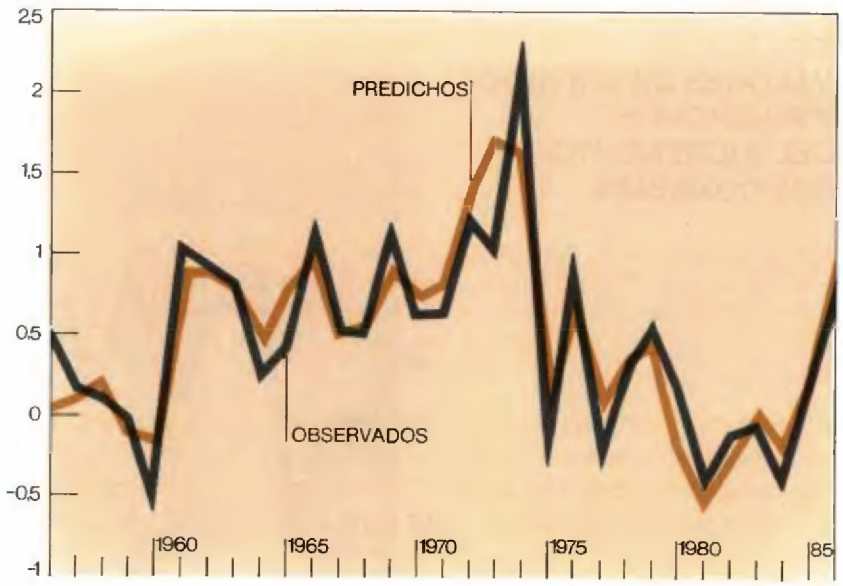
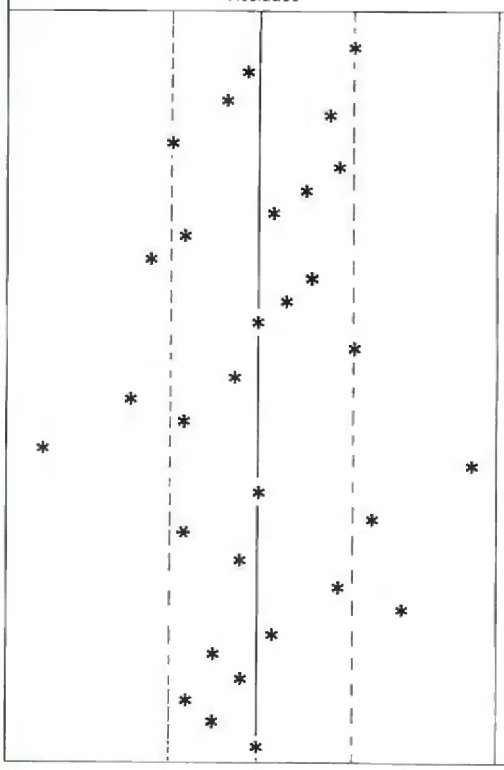
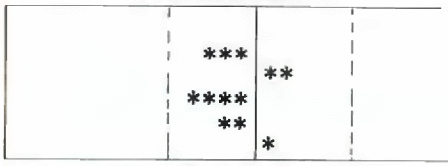


Gráfico de Residuos



Años	Residuos	Valor observado	Valor predicho
1956	0.25731	0.51850	0.26119
1957	-0.04650	0.16090	0.20740
1958	-0.08247	0.10325	0.18572
1959	0.17170	-0.02892	-0.20062
1960	-0.27094	-0.57641	-0.30547
1961	0.22307	1.04689	0.82382
1962	0.11508	0.94251	0.82743
1963	0.03082	0.82641	0.79559
1964	-0.20984	0.23499	0.44483
1965	-0.33056	0.41514	0.74570
1966	0.16072	1.14575	0.98503
1967	0.11555	0.51461	0.39906
1968	0.01034	0.50600	0.49566
1969	0.26872	1.13963	0.87091
1970	-0.09018	0.61093	0.70111
1971	-0.33983	0.61693	0.95676
1972	-0.19855	1.25321	1.45176
1973	-0.63383	1.04222	1.67605
1974	0.64134	2.28412	1.64278
1975	-0.24159	-0.21938	0.02221
1976	0.33798	0.99103	0.65305
1977	-0.16544	-0.28570	-0.12026
1978	-0.04217	0.24687	0.28904
1979	0.22825	0.54123	0.31298
1980	0.43400	0.19499	-0.23901
1981	0.05609	-0.45100	-0.50709
1982	-0.08013	-0.11443	-0.03429
1983	-0.03252	-0.05646	-0.02394
1984	-0.18871	-0.41150	-0.22279
1985	-0.11132	0.16101	0.27233
1986	0.01363	0.74506	0.73143

Funciones de autocorrelación simple y parcial de los residuos



	FAS	FAP
1	-0.213	-0.213
2	0.141	0.100
3	-0.270	-0.235
4	-0.188	-0.326
5	0.083	0.036

Estadístico «Q» (5 lags) 5.592

Error standard de los coeficientes de correlación: 0,179

GRAFICO 3

VALORES OBSERVADOS Y PREDICHOS DEL INCREMENTO DEL CONSUMO

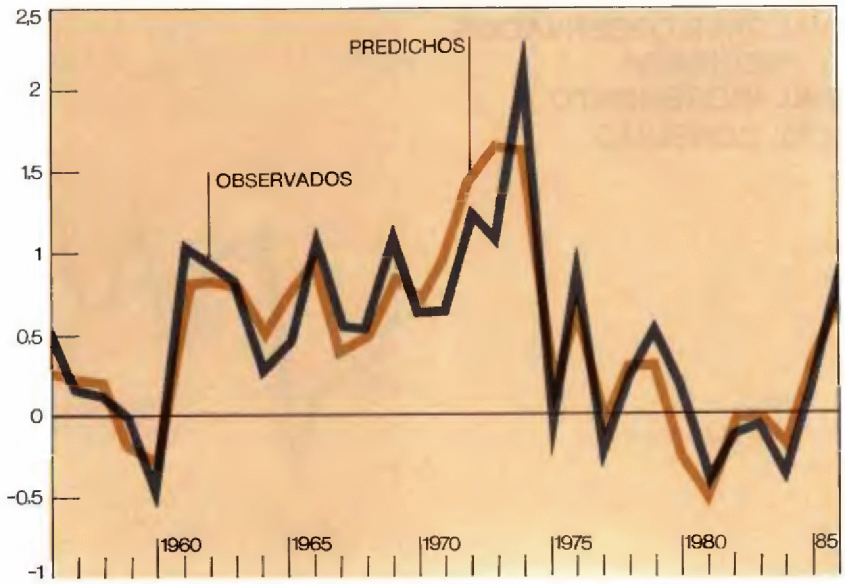


Gráfico de Residuos

Residuos	*Años*	*Residuos*	*Valor observado*	*Valor predicho*
	1956	0.50064	0.51850	0.01786
	1957	0.07837	0.16090	0.08253
	1958	−0.08237	0.10325	0.18562
	1959	0.09329	−0.02892	−0.12221
	1960	−0.40202	−0.57641	−0.17439
	1961	0.14671	1.04689	0.90018
	1962	0.04475	0.94251	0.89776
	1963	0.02745	0.82641	0.79896
	1964	−0.21006	0.23499	0.44505
	1965	−0.34615	0.41514	0.76129
	1966	0.13585	1.14575	1.00990
	1967	0.01765	0.51461	0.49696
	1968	−0.03595	0.50600	0.54195
	1969	0.24795	1.13963	0.89168
	1970	−0.10445	0.61093	0.71538
	1971	−0.17045	0.61693	0.78738
	1972	−0.11659	1.25321	1.36980
	1973	−0.66539	1.04222	1.70760
	1974	0.72728	2.28412	1.55684
	1975	−0.23363	−0.21938	0.01425
	1976	0.32907	0.99103	0.66196
	1977	−0.28577	−0.28570	0.00007
	1978	−0.07213	0.24687	0.31900
	1979	0.09554	0.54123	0.44568
	1980	0.35004	0.19499	−0.15505
	1981	0.06501	−0.45100	−0.51601
	1982	0.13292	−0.11443	−0.24735
	1983	−0.04777	−0.05646	−0.00869
	1984	−0.18069	−0.41150	−0.23081
	1985	−0.00647	0.16101	0.16748
	1986	−0.03265	0.74506	0.77771

Funciones de autocorrelación simple y parcial de los residuos

Autocorrelaciones	*Autocorrelaciones parciales*	*FAS*	*FAP*
****	****	1 −0.325	−0.325
**	*	2 0.168	0.070
***	***	3 −0.256	−0.205
**	* ****	4 −0.162	−0.356
**	*	5 0.175	0.074

Estadístico «Q» (5 lags) 7.933

Error standard de los coeficientes de correlación: 0,179

CUADRO N.° 3

TEST «J» DE DAVIDSON Y MCKINNON

a) Sin inclusión de precios

Modelo de partida	*Estadístico "t" de "λ"*	*Nivel marginal de significación hipótesis nula "λ = o" (*)*	*Conclusión*
Keynesiano	2,74	1,1 por 100	Rechazo del modelo keynesiano
Equivalencia fuerte	5,06	0,0 por 100	Rechazo del modelo de equivalencia fuerte

b) Con inclusión de precios

Modelo de partida	*Estadístico "t" de "λ"*	*Nivel marginal de significación hipótesis nula "λ = o" (*)*	*Conclusión*
Keynesiano	0,28	78,0 por 100	No rechazo del modelo keynesiano
Equivalencia fuerte	1,55	13,3 por 100	No rechazo del modelo de equivalencia fuerte a los niveles usuales de significación

(*) El nivel marginal de significación refleja la probabilidad de rechazo incorrecto de la hipótesis «$\lambda = 0$». Es decir, la probabilidad de que, al rechazar el modelo considerado, y atendiendo a la información que proporciona el modelo alternativo, se esté tomando una decisión errónea. Se define como: prob. $\{(|t| \geq |t^*|)|Ho: \lambda = 0\}$, en donde «$t^*$» es el valor calculado del estadístico «t» del «λ» estimado.

alternativos pueden haber generado los datos observados y que tales modelos vienen dados por:

Modelo 1: $y_t = f(X_t\beta) + \varepsilon_{1t}$

Modelo 2: $y_t = g(Z_t\alpha) + \varepsilon_{2t}$

en donde «y_t» es la variable dependiente, «X_t» y «Z_t» son las respectivas variables explicativas, «β» y «α» los parámetros poblacionales y «ε_{1t}» y «ε_{2t}» las perturbaciones aleatorias.

Si el modelo 1 recoge el verdadero proceso de generación de los datos, al formular el modelo general:

$$y_t = (1 - \lambda).f(X_t\beta) + \lambda.g(Z_t\alpha) + u_t$$

debe verificarse «$\lambda = 0$». Adicionalmente, al sustituir «α» por su correspondiente estimación derivada de la estimación del modelo 2, se tiene:

$$y_t = (1 - \lambda).f(X_t\beta) + \lambda.g(Z_t\,\hat{\alpha}) + \varepsilon_t$$

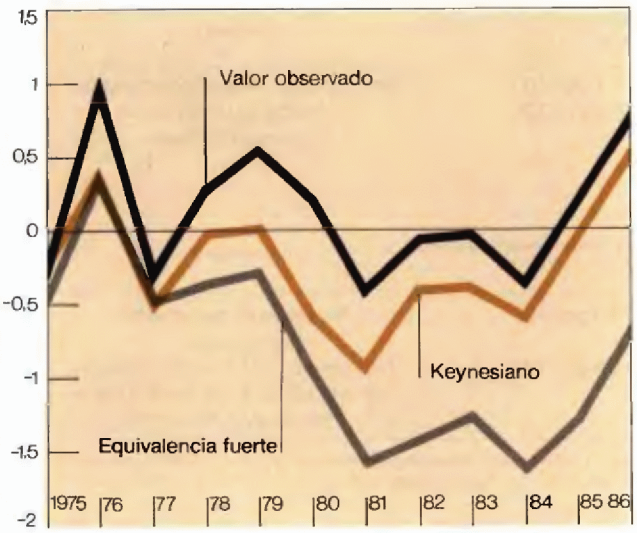
en donde «$\hat{g} = g(Z_t\hat{\alpha})$» es independiente asintóticamente de «ε_t», puesto que «Z_t» es independiente de «ε_t» por hipótesis, y «$\hat{\alpha}$» también lo es dado que, al tender a infinito el tamaño muestral, tiende a cero la influencia en el coeficiente estimado de cualquier término de error.

En consecuencia, a efectos operativos, y con el fin de contrastar la validez del modelo 1, puede estimarse la ecuación precedente, en donde «$g(Z_t\hat{\alpha})$» son los valores predichos «y_t» al estimar el modelo 2, y proceder a contrastar la hipótesis nula «$\lambda = 0$». En definitiva, si el modelo verdadero es el 1, «$g(Z_t\hat{\alpha})$» es una variable superflua, y el valor estimado de «λ» debe tender a cero. La diferencia entre la unidad y el nivel marginal de significación de «λ» (es decir, el nivel de significación a partir del que se rechaza la hipótesis nula «$\lambda = 0$») recoge, en cierta forma, la evidencia en contra del modelo 1 que el modelo 2 aporta. (Para una discusión desde una óptica bayesiana del concepto de nivel de significación, véase Zellner, 1984).

En el supuesto de que los dos modelos difieran sólo por un regresor y de que ambos sean lineales, el test «J» debe dar exactamente igual resultado que el que se derivaría de la estimación del modelo compuesto.

Los resultados de la aplicación de este test a las dos funciones de consumo aparecen reflejados en el cuadro n.° 3. A este respecto, se ha creído oportuno incluir también los resultados de la comparación de los modelos keynesiano y de equivalencia sin inclusión de precios, para verificar si el

GRAFICO 4
PREDICCION ESTATICA. VARIABLE DEPENDIENTE: INCREMENTO DEL CONSUMO ΔC_t



Error cuadrático medio × 100:

Keynesiano: 18
Equivalencia fuerte: 111

test «J» validaba la decisión de considerar a ambos como incompletos. En este sentido, la primera parte del cuadro n.° 3 pone de manifiesto que al comparar estos modelos (ecuaciones 3 y 7) ambos se autodestruyen. Es decir, a pesar de que el modelo keynesiano con exclusión de precios no resultaba rechazado por el modelo general, según se vio en el esquema 1, atendiendo al test «J» de Davidson y McKinnon tal modelo resulta rechazado por el de equivalencia fuerte. Y al igual sucede al comparar el modelo de equivalencia fuerte con el keynesiano. Es como si en un juicio legal, un careo entre los acusados llevase a condenar a ambos.

Al incluir la variable precios, tal como se comprueba en el cuadro n.° 3, la decisión de rechazo del método keynesiano (ecuación 4) a partir de la información que aporta el de equivalencia fuerte (ecuación 8) sería errónea con una probabilidad del 78 por 100, mientras que la decisión de rechazo del modelo de equivalencia fuerte utilizando como contrapartida el modelo keynesiano sólo sería errónea con una probabilidad del 13,3 por 100. Siguiendo con la analogía legal, cabe señalar que, atendiendo a la información que los dos modelos proporcionan, la probabilidad de condenar injustificadamente al modelo keynesiano por inconsistencia con los datos es de un 78 por 100, por lo que a todas luces no sería razonable emitir tal sentencia de culpabilidad, mientras que la probabilidad de condenar injustamente al modelo de equivalencia fuerte es de un 13,3 por 100. A pesar de la diferencia de probabilidades, la decisión de condena de cualquiera de los dos modelos no resulta suficientemente fundamentada para que un juez objetivo e imparcial la suscribiese.

En resumen, pues, cabría concluir este apartado señalando dos puntos. El primero es que los modelos sin inclusión de precios resultan ambos rechazados. El segundo es que al introducir los precios la evidencia no es definitiva, en el sentido de que, a los niveles usuales de significación, ninguno de los dos modelos se rechaza, si bien tal evidencia resulta más favorable al modelo keynesiano.

d) *Capacidad predictiva posmuestral*

Con ciertas dosis de verdad y de ironía, se ha señalado que la verdadera prueba del modelo, y no de la persistencia del investigador, se deriva de la capacidad para efectuar predicciones válidas fuera de la muestra.

En el caso que nos ocupa, la especificación de las ecuaciones se ha beneficiado de la totalidad de la información muestral disponible. Ello puede sesgar en cierta forma la validez del test de capacidad predictiva posmuestral. No obstante, se ha considerado útil reestimar los modelos seleccionados, representativos de ambas proposiciones —la keynesiana y la de equivalencia fuerte— con parte de la muestra, y analizar su capacidad predictiva de observaciones no incluidas en el período de estimación. Los resultados obtenidos se recogen en el cuadro n.° 4. Puede observarse que, al utilizar los períodos 1956-86 ó 1956-74 como base de estimación, las principales diferencias se aprecian en el modelo de equivalencia fuerte, sobre todo en lo que respecta al papel de la variable «precios». En cualquier caso, no obstante, en ninguno de los modelos es probable que un economista, a la luz de los resultados obtenidos para el período 1956-1974, hubiese optado por la introducción de los «precios» en las respectivas ecuaciones.

El gráfico 4 recoge los resultados de la predicción posmuestral estática del incremento del consumo —es decir, utilizando los valores observados del consumo desfasado— para el período 1975-86, a

CUADRO N.º 4

RESULTADOS DE LA ESTIMACION UTILIZANDO DISTINTOS PERIODOS MUESTRALES

a) *Modelo keynesiano* (Ecuación 4)

Variable dependiente: ΔC_t

Variables	*1956-1986*	*1956-1974*
Constante	−2,714 (3,39)	−2,724 (0,78)
C_{t-1}	−0,747 (7,63)	−0,858 (4,20)
$(Y_t - T_t + TR_t)$	0,530 (9,68)	0,593 (4,85)
$\Delta \ln p_t$	2,933 (1,59)	2,530 (0,94)
$\ln p_{t-1}$	0,822 (3,47)	0,914 (0,99)
$\bar{R}^2$	0,798	0,728
S.E.	0,276	0,319
D.W.	2,39	2,01
h	1,29	0,05
A.I.C.	12,76	14,69

b) *Modelo de equivalencia fuerte* (Ecuación 8)

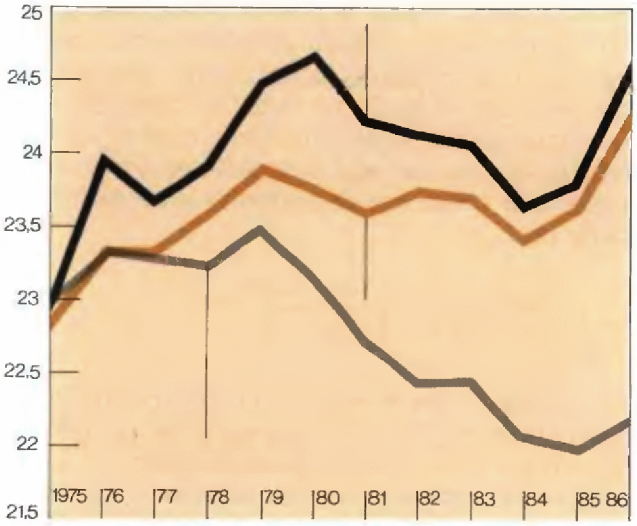
Variable dependiente: ΔC_t

Variables	*1956-1986*	*1956-1974*
Constante	−5,354 (4,96)	−2,395 (0,64)
C_{t-1}	−0,751 (7,22)	−0,775 (3,70)
$(Y_t - G_t)$	0,479 (9,14)	0,546 (4,34)
$\Delta \ln p_t$	3,474 (1,77)	2,658 (0,93)
$\ln p_{t-1}$	1,494 (4,88)	0,773 (0,78)
$\bar{R}^2$	0,780	0,689
S.E.	0,289	0,341
D.W.	2,53	2,23
h	1,80	1,22
A.I.C.	15,51	17,25

partir de los modelos estimados empleando la muestra 1956-74. El error cuadrático medio del modelo keynesiano —la media de la suma de los cuadrados de los errores— es de 18, frente a 111 que se obtiene para el modelo de equivalencia fuerte. Se comprueba que el modelo keynesiano recoge bastante bien las variaciones del consumo, mientras que el modelo de equivalencia resulta muy deficiente.

La predicción estática se beneficia de la información que proporciona el valor observado del consumo desfasado. En la predicción dinámica estos valores se sustituyen por las propias predicciones que el modelo ofrece en el período anterior. Al efectuar predicción dinámica en un modelo también dinámico, puede darse un alejamiento progresivo entre los valores observados y predichos del nivel de la correspondiente variable. Los resultados de la predicción dinámica del nivel de consumo se recogen en el gráfico 5. También en este caso el modelo keynesiano tiene un comportamiento bastante aceptable, con un error cuadrático medio de 23, mientras que las predicciones del modelo de equivalencia fuerte se separan progresivamente de los valores observados, lo que origina un error cuadrático medio de 173.

GRAFICO 5
PREDICCION DINAMICA. VARIABLE DEPENDIENTE: NIVEL DE CONSUMO C_t



Error cuadrático medio × 100:

Keynesiano: 23
Equivalencia fuerte: 173

En consecuencia, al comparar ambas modelizaciones desde la óptica de la capacidad predictiva posmuestral, la evidencia parece claramente favorable a la especificación keynesiana.

e) *Constancia estructural*

La estabilidad estructural de un modelo es necesaria para que el modelo sea capaz de ofrecer simulaciones válidas. También es necesaria para que el modelo sea capaz de ofrecer predicciones válidas. Y, en definitiva, la ausencia de estabilidad

estructural puede interpretarse como indicativa de errores de especificación.

El test clásico de estabilidad estructural es el de Chow. No obstante, si en el modelo figura la variable endógena desfasada como regresor, la validez de este test será sólo asintótica. A este respecto, un test de validez también asintótica y que, posiblemente, en muestras finitas tenga una mayor potencia que el de Chow, si bien a costa de una mayor probabilidad de error tipo I, es el de la chi-cuadrado. Este test está directamente ligado a la capacidad predictiva posmuestral y se define a partir de:

$$H(l) = \sum_{j=1}^{l} \left[\frac{e_{T+j/T}}{\hat{\sigma}} \right]^2 \rightarrow \chi^2_l$$

en donde «$\hat{\sigma}$» es el error estándard del modelo estimado con «T» observaciones, y «$e_{T+j/T}$» refleja los errores de predicción de los distintos períodos utilizando la predicción estática. Bajo la hipótesis nula de constancia estructural, el estadístico «H(l)» tiende asintóticamente a una distribución chi-cuadrado con «l» grados de libertad, dado que se trata de una suma de cuadrados de variables «NID(0,1)».

Obsérvese que este test, en definitiva, establece una comparación entre la capacidad de ajuste del modelo dentro de la muestra (representada por «$\hat{\sigma}$») y fuera de la muestra (recogida por los valores «$e_{T+j/T}$»), y rechaza la constancia estructural en el supuesto de que el comportamiento del modelo sea peor del que cabía esperar *a priori* a partir de la información que «$\hat{\sigma}$» proporciona.

El hecho, empero, de utilizar «$\hat{\sigma}$» como indicativo del valor que debe adoptar el error estándar de predicción comporta que, en muestras finitas, el nivel real de significación del test (es decir, la probabilidad de rechazo incorrecto de la hipótesis nula) exceda al nominal, dado que se está infravalorando el error estándar de predicción. Por ello, al emplear este test, puede ser aconsejable utilizar niveles nominales de significación relativamente bajos.

Cabe resaltar que este test no ofrece un estándar objetivo de comparación para enjuiciar la validez de un modelo. Sólo pretende contrastar, a nivel probabilístico, si el modelo se comporta peor o no desde la óptica predictiva, de lo que cabría esperar a la luz de los resultados muestrales.

CUADRO N.° 5

CONSTANCIA ESTRUCTURAL

Modelo	*Valor calculado de H(12)*	*Valores tabulados de la chi-cuadrado a los respectivos niveles de significación*		
		5 %	1 %	0,1 %
Keynesiano	21			
Equivalencia fuerte	114	21	26,2	32,9

El cuadro n.° 5 recoge los resultados de la comparación de los modelos estimados para el período 1956-74 y su predicción para el período 1975-86. Desde esta óptica, a los niveles usuales de significación, la constancia estructural del modelo keynesiano no resulta rechazada por los datos. No obstante, el de equivalencia fuerte resulta claramente rechazado. La probabilidad de rechazo incorrecto es inferior al 0,1 por 100, lo que es evidencia muestral suficiente para cuestionar su validez.

f) *A modo de síntesis*

A lo largo de la exposición precedente se ha efectuado una detallada comparación de los modelos keynesiano y de equivalencia ricardiana según una formulación inspirada en Buiter y Tobin. Los resultados de esta comparación son más favorables al modelo keynesiano. En efecto:

1) En primer lugar, el modelo de equivalencia ricardiana sólo es capaz de explicar la caída reciente de la tasa de ahorro de las familias, aunada al aumento del déficit público, si en la función de consumo se introducen los precios como variable explicativa adicional. En otro caso, el modelo está en clara contradicción con los datos, dado que el comportamiento del sector privado ha sido paralelo, y no compensatorio, del que ha tenido el sector público.

2) En segundo lugar, al comparar versiones de los modelos keynesiano y de equivalencia ricardiana que incorporan los precios como variable explicativa adicional, la evidencia es también más favorable al keynesiano. Esta evidencia se manifiesta a través de:

a) Una capacidad de ajuste para el período muestral ligeramente superior del modelo keynesiano frente al de equivalencia ricardiana.

b) Una mayor capacidad predictiva posmuestral del modelo keynesiano, utilizando como banco de prueba el turbulento período 1975-86, de fuerte crecimiento del déficit público.

c) Estabilidad estructural del modelo keynesiano y ausencia de estabilidad estructural del modelo de equivalencia ricardiana.

La carencia de datos fiables ha obligado a que los modelos ensayados sean extremadamente simples, si bien no más simples que los utilizados por Buiter y Tobin, que han actuado como catalizador de una literatura sobre el tema relativamente abundante. En tal contexto, no se prueba que una teoría es verdadera, sino únicamente que no está en contradicción con los datos, o que su capacidad predictiva es mayor que la del enfoque alternativo.

Como ocurre en cualquier investigación empírica, versiones más sofisticadas de la teoría podrían ofrecer distintos resultados. No obstante, mientras tales formulaciones no se realicen, la evidencia disponible para la economía española aparece favorable a la interpretación keynesiana y a la ausencia de un efecto compensador por parte del sector privado de los déficit del sector público.

VI. COMENTARIOS FINALES

Un rasgo característico del comportamiento de las haciendas occidentales a partir del primer *shock* petrolífero en 1973 ha sido la tendencia de la mayoría de los países a recurrir al endeudamiento público para financiar el crecimiento continuado del gasto público. La presión de estos hechos ha coincidido en el tiempo con el desarrollo de un fuerte debate teórico en torno a los efectos de la política fiscal en un mundo integrado por agentes racionales, haciendo pasar a primer plano una vieja cuestión: ¿Son equivalentes deuda pública e impuestos?

De acuerdo con la sabiduría convencional keynesiana, la respuesta es negativa. En presencia de recursos ociosos, el endeudamiento público absorbe ahorro privado que, de otra forma, desaparecería a través de una contracción de la renta, en tanto que la financiación impositiva del gasto público reduce tanto el consumo como el ahorro privado. El coste de una mayor capacidad expansiva a corto plazo del déficit financiado con deuda vendría dado por el impacto negativo de la elevación de los tipos de interés sobre el gasto de inversión, el *stock* de capital y la producción potencial a medio plazo. El punto de vista neorricardiano de los «nuevos macroeconomistas clásicos» no acepta ni la eficacia a corto plazo de la sustitución de impuestos por deuda ni sus costes a medio y largo plazo. Si los individuos son lo suficientemente racionales como para anticipar los impuestos futuros asociados a un mayor endeudamiento actual, serán indiferentes entre deuda e impuestos, aumentando su ahorro al desahorrar el sector público. El recurso al endeudamiento es, por tanto, ineficaz, pero también inocuo, ya que, al no presionar al alza sobre los tipos de interés, no expulsará capital a largo plazo.

Lo irreconciliable de ambas posiciones teóricas y sus implicaciones radicalmente contrapuestas para la orientación de la política fiscal han desplazado la polémica al terreno empírico. El repaso de la literatura aplicada reciente indica que la hipótesis de equivalencia, en su formulación más radical, es respaldada por una minoría de estudios. Sin embargo, no es posible rechazar —como un buen número de investigaciones ponen de relieve— que la eficacia potencial de la política fiscal se vea reducida por la anticipación de aumentos impositivos futuros que el déficit puede estimular.

El análisis empírico desarrollado para el caso español arroja resultados coherentes con la evidencia disponible para otros países desarrollados. La hipótesis de equivalencia, en su versión más extrema de completa neutralidad de la sustitución de impuestos por deuda, está en contradicción con los datos y su capacidad explicativa y predictiva es inferior la que se deriva del enfoque keynesiano. A corto plazo, financiar el déficit público mediante deuda en lugar de reducirlo —dado el volumen de gasto público— a través de elevaciones impositivas, tiene efectos estimulantes sobre la demanda privada de consumo.

Este resultado no puede interpretarse, sin embargo, desde el optimismo fiscalista dominante en la década de los 60. Por una parte, el análisis empírico —diseñado para discriminar entre dos hipótesis polares acerca de los efectos del déficit público por su grado de adecuación a los datos—

no excluye la posibilidad de que exista una neutralización parcial de los efectos expansivos del déficit. Por otra, la viabilidad de una política continuada de estímulo de la demanda de consumo a través de déficit financiados con deuda choca con limitaciones que la hacen difícilmente sostenible a medio y largo plazo.

En una economía relativamente cerrada, como lo es la española, un déficit no acompañado por aumentos compensatorios en el ahorro privado tiende a elevar los tipos de interés y a expulsar a la inversión privada. Los trabajos de Mauleón y Pérez (1984) y Mauleón (1987) establecen la relación directa que existe entre el crecimiento de la deuda pública y los tipos de interés —hallazgo coherente con nuestro resultado de no neutralidad— e identifican a esta política como un determinante esencial de la reducción de la tasa de desarrollo de la economía española. Asimismo, en la medida en que los capitales extranjeros sean sensibles a los diferenciales de tipos de interés, su entrada permitirá atemperar la expulsión de inversión privada, si bien al coste de una apreciación del tipo de cambio y una reducción de las exportaciones netas. A estas limitaciones se suman la existencia de restricciones de oferta (Dolado y otros, 1986) y los negativos efectos potenciales de la persistencia del déficit y su carácter estructural: pérdida de credibilidad de la política monetaria ante las expectativas de una mayor inflación futura (Viñals, 1985), disminución de la confianza empresarial en la posibilidad de un crecimiento estable y aumento de la probabilidad de llegar a situaciones de explosividad de la deuda, especialmente cuando el endeudamiento responde, en su mayor parte, a la realización de gastos corrientes, en lugar de financiar inversiones públicas de elevada rentabilidad social capaces de estimular un mayor crecimiento potencial de la economía (Price y Chouraqui, 1983).

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

AUERBACH, A. J., y KOTLIKOFF, L. J. (1986), *Dynamic fiscal policy*, Cambridge University Press, Nueva York.

BARRO, R. J. (1974), «Are government bonds net wealth?», *Journal of Political Economy*, 82, págs. 1095-1117 (versión castellana en Otero, ed., 1982, págs. 669-699).

— (1976), «Reply to Feldstein and Buchanan», *Journal of Political Economy*, 84, págs. 343-349 (versión castellana en Otero, ed., 1982, págs. 724-733).

— (1979), «Public debt and taxes», en M. Boskin (ed.), *Federal tax reform*, Institute for Contemporary Studies, California, págs. 227-241 (versión castellana en Otero, ed., 1982, págs. 647-668).

BARSKY, R. B.; MANKIW, N. G., y ZELDES, S. P. (1986), «Ricardian consumers with Keynesian propensities», *American Economic Review*, 76, págs. 676-689.

BARTH, J. R.; IDEN, G., y RUSSEK, F. S. (1984-85): «Do federal deficits really matter?», *Contemporary Policy Issues*, vol. III, págs. 79-95.

— (1986), «The economic consequences of federal deficits: An examination of the net wealth and instability issues», *Southern Economic Journal*, 53, págs. 27-50.

BLANCHARD, O., y SUMMERS, L. H. (1984), «Perspectives on high world real interest rates», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2 (versión castellana en PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA, 27, págs. 37-58).

BOSKIN, M. J. (1987), «Deficits, public debt, interest rates and private saving: Perspectives and reflections on recent analyses and on US experience», en M. J. Boskin; J. S. Flemming y S. Gorini (eds.) (1987), *Private savign and public debt*, Basil Blackwell, Oxford, págs. 255-286.

BRANSON, W., y KLEVORICK, A. K. (1969), «Money illusion and the aggregate consumption function», *American Economic Review*, 59, págs. 832-849.

BRENNAN, G., y BUCHANAN, J. M. (1986), «The logic of the Ricardian Equivalence Theorem», en J. M. Buchanan; Ch. K. Rowley y R. D. Tollison (eds.) (1986), *Deficits*, Basil Blackwell, Nueva York, págs. 79-92.

BUCHANAN, J. M. (1958), *Public principles of public debt*, Irwing, Homewood, Illinois.

— (1976), «Barro on the Ricardian Equivalence Theorem», *Journal of Political Economy*, 84, págs. 337-342 (versión castellana en Otero, ed., 1982, págs. 715-733).

— y WAGNER, R. E. (1977), *Democracy in deficit. The political legacy of Lord Keynes*, Academic Press, Nueva York (versión castellana: *Déficit del sector público y democracia*, Rialp, Madrid, 1983).

— y ROBACK, J. (1987), «The incidence and effects of public debt in the absence of fiscal illusion», *Public Finance Quarterly*, 15, págs. 5-25.

BUITER, W. H., y TOBIN, J. (1979), «Debt neutrality: A brief review of doctrine and evidence», en G. M. von Furstemberg (ed.) (1979), *Social security versus private saving*, Ballinger, Cambridge, Massachusetts, págs. 39-63.

— (1980); «Fiscal and monetary policies, capital formation and economic activity», en G. M. von Furstemberg (ed.) (1980), *The government and capital formation*, Ballinger, Cambridge, Massachusetts.

CARLSON, K. M. (1978). «Does the St. Louis equation now believe in fiscal policy?», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, febrero, págs. 13-19.

— y SPENCER, R. W. (1975), «Crowding out and its critics» *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, diciembre, págs. 4-5.

CARMICHAEL, J. (1982); «On Barro's Theorem of Debt Neutrality: The irrevelance of net wealth», *American Economic Review*, 72, págs. 202-213.

CAVACO, A. (1977), *Economic effects of public debt*, Martin Robertson, Londres.

— (1986), *Public finance and public debt*, Proceedings of the 40th Congress of the International Institute of Public Finance, Wayne State University Press, Detroit, Michigan, págs. 69-80.

CHAN, L. K. C. (1983), «Uncertainty and the neutrality of government financing policy», *Journal of Monetary Economic*, 11, págs. 351-372.

CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE (1984), «Deficits and interest rates: Empirical findings and selected bibliography», Appendix A, en *The Economic Outlook*, febrero, págs. 99-102.

DAVIDSON, D. F.; HENDRY, F.; SRBA, F., y YEO, S. (1978), «Econometric modelling of the aggregate time series relationship between consumers expenditure and income in the UK», *Economic Journal*, 11, págs. 661-692.

— y MCKINNON, R. (1981), «Several tests for model specification in the presence of alternative hypothesis», *Econometrica*, 49, págs. 781-793.

DAVIS, R. G., BOWEN, W.G., y KOPF, D. H. (1960); «The public debt: A burden on future generations?», *American Economic Review*, 50, págs. 701-706.

DE LEEUW, F., y HOLLOWAY, T. M. (1983), «The measurement and significance of the cyclically adjusteed federal budget deficit and debt», *Journal of Money, Credit and Banking*, mayo, págs. 232-242.

DEATON, A. (1978), «Involuntary savings through unanticipated inflation», *American Economic Review*, 68, págs. 899-910.

DIAMOND, P. A. (1965), «National debt in a neoclassical growth model», *American Economic Review*, 55, págs. 1126-1150.

DOLADO, J.J.; MALO DE MOLINA, J. L., y ZABALZA, A. (1986), «El desempleo en el sector industrial», PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA, 26, págs. 158-179.

DRAZEN, A. (1978), «Government debt, human capital and bequests in a life-cycle model», *Journal of Political Economy*, 86, págs. 505-516.

EISNER, R., y PIEPER, P. J. (1984), «A new view of the federal budget deficit», *American Economic Review*, 74, págs. 11-29.

EVANS, P. (1985), «Do large deficits produce high interest rates?», *American Economic Review*, 75, págs. 68-87.

FELDSTEIN, N. (1976), «Perceived wealth in bonds and social security: A comment», *Journal of Political Economy*, 84, págs. 331-336 (versión castellana en Otero, ed., 1982, págs. 703-709).

— (1982); «Government deficits and aggregate demand», *Journal of Monetary Economic*, 9, págs. 1-20.

— y ECKSTEIN, O. (1970), «The fundamental determinants of the rate of interest», *Review of Economics and Statistics*, 52, págs. 363-375.

FRIEDMAN, B. M. (1978), «Crowding out or crowding in? The economic consequences of financing government deficits», *Brookings Papers*

on Economic Activity, 3, págs. 593-641 (versión castellana en Otero, ed., 1982, págs. 759-819).

FRIEDMAN, M. (1972), «Comment on the critics», *Journal of Political Economy,* 80, n.° 5.

GALE, D. (1983), *Money in disequilibrium,* Cambridge University Press, Nisbet, Londres.

GIROLA, J. A. (1984), «Federal deficits and interest rates», presentado a la Reunión Anual de la Society of Government Economists, Washington DC, marzo, mimeo.

HAFER, R. W., y HEIN, S. E. (1984), «Financial innovations and the interest elasticity of money demand: Some historical evidence», *Journal of Money, Credit and Banking,* 12, págs. 247-252.

HENDRY, D. F., y UNGERN-STERNBERG, T. von (1980), «Liquidity and inflation effects on consumers' expenditure», en A. Deaton (ed.), *Essays in the theory and measurement of consumers' behavior,* Cambridge University Press.

HILLIER, B. (1987), «The burden of the national debt», Working Paper, University of York, Heslington, mimeo.

HOELSCHER, G. P. (1983), «Federal borrowing and the short-term interest rates», *Southern Economic Journal,* 50, págs. 319-333.

HOLLY, A., y SARGAN, J. D. (1982), «Testing for exogeneity within a limited information framework», *Cahier,* 8204, Université de Lausanne.

KESSLER, D.; PERELMEN, S., y PESTIEAU, P. (1986), «Public debt, tax, and consumption: A test on OECD countries», *Public Finance,* XXXXI, págs. 63-70.

KOCHIN, L. A. (1974), «Are future taxes anticipated by consumers?», *Journal of Money, Credit and Banking,* 6, págs. 385-394.

KORMENDI, R. C. (1983), «Government debt, government spending, and private sector behavior», *American Economic Review,* 73, 994-1010.

KOSKELA, E., y VIREN, M. (1983), «National debt neutrality: Some international evidence», *Kyklos,* 36, págs. 575-588.

LEIDERMAN, L., y BLEJER, M. I. (1987); «Modelling and testing Ricardian equivalence: A survey», *IMF Working Paper,* WP/87/35, abril, mimeo, 35 páginas.

LEIMER, D. R., y LESNOY, S. D. (1982), «Social security and private savign: New time series evidence», *Journal of Political Economy,* 90, págs. 606-629.

LERNER, A. P. (1948),«The burden of the national debt», en L. A. Metzler y otros (eds.), *Income, employment, and public policy: Essays in honor of Alvin Hansen,* Norton, Nueva York.

MAULEON, I. (1987), «Determinantes y perspectivas de los tipos de interés», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑONA, 32, págs. 79-92.

— y PÉREZ, J. (1984), «Interest rate determinants and consequences for macroeconomic performance in Spain», *Documento de Trabajo,* 8420, Servicio de Estudios, Banco de España.

MODIGLIANI, F. (1961), «Long-run implications of alternative fiscal policies and the burden of the national debt», *Economic Journal,* 71, págs. 730-755.

— (1984), «The economics of public deficits», Proceedings of the Conference on Economic Policy in Theory and Practice, Israel, mayo, mimeo.

— y JAPPELLI, T. (1987), «Fiscal policy and saving in Italy since 1860», en M. J. Boskin; J. S. Flemming, y S. Gorini (eds.), *Private savings and public debt,* Basil Blackwell, Oxford, págs. 126-170.

— y STERLING, A. (1985), «Government debt, government spending, and private sector behavior: A comment», *American Economic Review,* 75.

MUNDELL, R. (1971), «Money, debt, and the interest rate», en R. Mundell (ed.), *Monetary theory,* Goodyear, California.

OKUN, A. M. (1971), «Rules and roles for fiscal and monetary policy», en J. J. Diamond (ed.), *Issues in fiscal and monetary policy: The eclectic economist views the controversy,* De Paul University.

OTERO, J. M. (ed.) (1982), *La deuda pública,* Instituto de Estudios Fiscales, Madrid.

PHELPS, E. S., y SHELL, K. (1969), «Public debt, taxation and capital intensiveness», *Journal of Economic Theory,* 1, págs. 330-346.

PLOSSER, C. I. (1982), «Government financing decisions and asset returns», *Journal of Monetary Economics,* 9, págs. 325-352.

POTERBA, J. M., y SUMMERS, L. H. (1986), «Finite lifetimes and the crowding out effects of government deficits», *Working Paper,* 1955, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, junio.

PRICE, R. W. R., y CHOURAQUI, J. C. (1983), «Public sector deficits: Problems and policy implications», *OECD Occasional Studies,* junio, págs. 13-44.

RANKIN, N. (1984), «Debt neutrality in disequilibrium», mimeo.

RICARDO, D. (1871), «On the principles of political economy and taxation», en J. R. McCulloch (ed.), *The works of David Ricardo,* Murray, Londres.

SAMUELSON, P. A. (1958), *Economics: An introductory analysis,* McGraw Hill, Nueva York.

SARANTIS, N. (1985), «Fiscal policies and consumer behaviour in Western Europe», *Kyklos,* 38.

SAUNDERS, P., y KLAU, F. (1985), «The role of the public sector», *OECD Economic Studies,* 4, primavera, París.

SEATER, J. J. (1982), «Are future taxes discounted?», *Journal of Money, Credit and Banking,* 14, págs, 376-389.

— y MARIANO, R. (1985), «New tests of the life cycle and discounting hypothesis», *Journal of Money, Credit and Banking,* 17, págs. 195-215.

TANNER, J. E. (1979), «An empirical investigation of tax discounting», *Journal of Money, Credit and Banking,* 11, págs. 214-218.

THOMPSON, E. A. (1967),«Debt instruments in macroeconomic and capital theory», *American Economic Review,* 67, págs. 1196-1210.

TOBIN, J. (1952), «Asset holdings and spending decisions», *American Economic Review,* 42, págs. 109-123.

— (1980), *Asset accumulation and economic activity,* University of Chicago Press, Chicago, Illinois.

VICKREY, W. (1961), «The burden of the public debt: Comment», *American Economic Review,* 51, págs. 132-137.

VIÑALS, J. (1985), «El déficit público y sus efectos macroeconómicos: Algunas reconsideraciones», PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA, 23, págs. 36-54.

YAWITZ, J. B., y MEYER, L. H. (1976), «An empirical test of the extent of tax discounting», *Journal of Money, Credit and Banking,* 8, págs. 247-254.

ZELLNER, A. (1984), «Posterior odd ratios for regression hypothesis: General considerations and some specific results», en A. Zellner (ed.), *Basic issues in econometrics,* University of Chicago Press.

ANEXO

SERIES ESTADISTICAS UTILIZADAS

Años	C_t	Y_t	T_t	TR_t	G_t	P_t	N_t
1955	303.5	351.0	73.0	29.1	41.9	100.0	29.054
1956	340.2	399.5	82.7	34.7	50.6	105.9	29.299
1957	385.5	456.4	104.2	44.8	57.2	117.3	29.547
1958	445.9	518.5	117.0	50.7	60.6	133.3	29.797
1959	481.9	541.4	123.1	53.3	64.5	143.2	30.048
1960	468.3	552.9	140.7	61.1	70.3	145.5	30.301
1961	529.8	627.1	163.9	65.2	89.6	148.4	30.592
1962	611.1	730.3	172.1	71.3	88.1	156.8	30.905
1963	715.4	856.8	206.5	90.5	109.3	170.5	31.223
1964	786.8	952.8	237.4	105.4	127.6	182.4	31.549
1965	927.3	1121.5	283.0	131.6	151.2	206.5	31.875
1966	1075.9	1288.0	328.3	141.5	183.3	219.3	32.206
1967	1196.7	1416.2	383.2	174.6	218.9	233.5	32.542
1968	1308.9	1572.8	450.8	211.4	232.4	244.9	32.881
1969	1447.6	1749.2	524.9	242.0	270.0	250.5	33.224
1970	1600.5	1963.5	599.0	273.5	308.1	264.7	33.582
1971	1811.2	2257.8	681.8	331.9	366.3	286.5	33.949
1972	2117.6	2651.9	820.9	396.3	415.6	310.3	34.336
1973	2509.3	3214.8	1017.3	476.4	494.1	345.8	34.692
1974	3251.1	3899.6	1207.1	580.2	617.6	400.0	35.031
1975	3806.8	4589.1	1517.4	743.7	771.1	467.9	35.401
1976	4725.2	5580.7	1886.3	959.7	948.6	550.2	35.824
1977	5856.3	6846.5	2499.2	1302.4	1253.3	684.1	36.140
1978	7163.2	8359.6	3137.1	1810.1	1523.7	819.2	36.534
1979	8560.5	9875.7	3836.7	2256.1	1798.3	947.8	36.902
1980	10080.4	11334.3	4630.9	2824.4	2205.3	1095.1	37.312
1981	11457.9	12929.3	5440.6	3497.8	2607.4	1255.0	37.696
1982	13143.3	14931.3	6307.4	4213.4	3194.0	1435.7	37.978
1983	14808.1	16715.5	7680.3	5048.8	3698.6	1609.4	38.260
1984	16313.2	18326.4	8760.4	5968.2	4170.3	1791.3	38.528
1985	17985.3	20305.1	10003.5	6942.4	4794.0	1948.9	38.778
1986	20311.5	23031.3	11546.4	7831.4	5364.1	2120.4	39.030

Datos en miles de millones de pesetas corrientes.

Significado de las variables:

C_t: Consumo de las familias.

Y_t: Renta disponible de las familias antes de impuestos y de transferencias.

T_t: Valor total de los ingresos públicos.

TR_t: Valor total de las transferencias. Estas transferencias incluyen las corrientes y de capital, el pago de intereses efectivos y las subvenciones.

G_t: Gasto público, que engloba el consumo público en bienes y servicios y la formación bruta de capital.

P_t: Deflactor del consumo.

N_t: Población española (millones).

El déficit de las Administraciones Públicas se obtiene a través de la diferencia: $G_t - T_t + TR_t$

La Renta disponible de las familias se obtiene por la diferencia $Y_t - T_t + TR_t$.

Años	Tasa de Ahorro de de las familias	Déficit público con relación al PIB (%)
1955	13.6	—0.5
1956	14.9	0.5
1957	15.5	—0.4
1958	14.0	—0.9
1959	11.0	—0.9
1960	15.3	—1.3
1961	15.5	—1.1
1962	16.3	—1.4
1963	16.5	—0.6
1964	17.4	—0.4
1965	17.3	0.0
1966	16.5	—0.2
1967	15.5	—0.7
1968	16.8	—0.3
1969	17.2	—0.6
1970	18.5	—0.7
1971	19.8	0.6
1972	20.1	—0.3
1973	21.9	—1.1
1974	16.6	—0.2
1975	17.0	0.0
1976	15.3	0.3
1977	14.5	0.6
1978	14.3	1.8
1979	13.3	1.7
1980	11.1	2.6
1981	11.4	3.9
1982	12.0	5.6
1983	11.4	4.8
1984	11.0	5.5
1985	11.4	6.2
1986	11.8	5.1

Nota: Estas series han sido elaboradas por Julio Alcaide atendiendo a la Contabilidad Nacional de España y al informe Económico del Banco de Bilbao. Se han efectuado los correspondientes enlaces para preservar la homogeneidad de los datos.

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 consecuencias 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 gasto 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.° 1

SALDOS FINANCIEROS DEL SECTOR PUBLICO, 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
Total siete países más grandes (c)	—0,8	—0,7	—0,1	—0,8	—4,3	—3,0	—2,2	—2,2	—1,7	—2,4	—2,5	—4,1
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
Total países más pequeños (c)	1,0	1,0	1,0	0,7	—1,1	—1,4	—1,2	—2,3	—2,7	—2,9	—4,3	—5,2
Total países de la OCDE (c)	—0,6	—0,4	0,1	0,6	—3,9	—2,7	—2,0	—2,2	—1,8	—2,5	—2,7	—4,2

(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 prestamo neto tomado por el sector público.
(b) En porcentaje del PNB
(c) PIB 1982 estimado
Fuente: Contabilidad Nacional de los paises de la OCDE, fuente nacional (ver nota (a) anterior) y estimaciones de la Secretaria 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 constituya 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 adquisición de títulos de la deuda pública.

Que sea apropiado suponer que la compra de títulos de deuda pública por los bancos comerciales se añada 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 cambios 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 actuen 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).

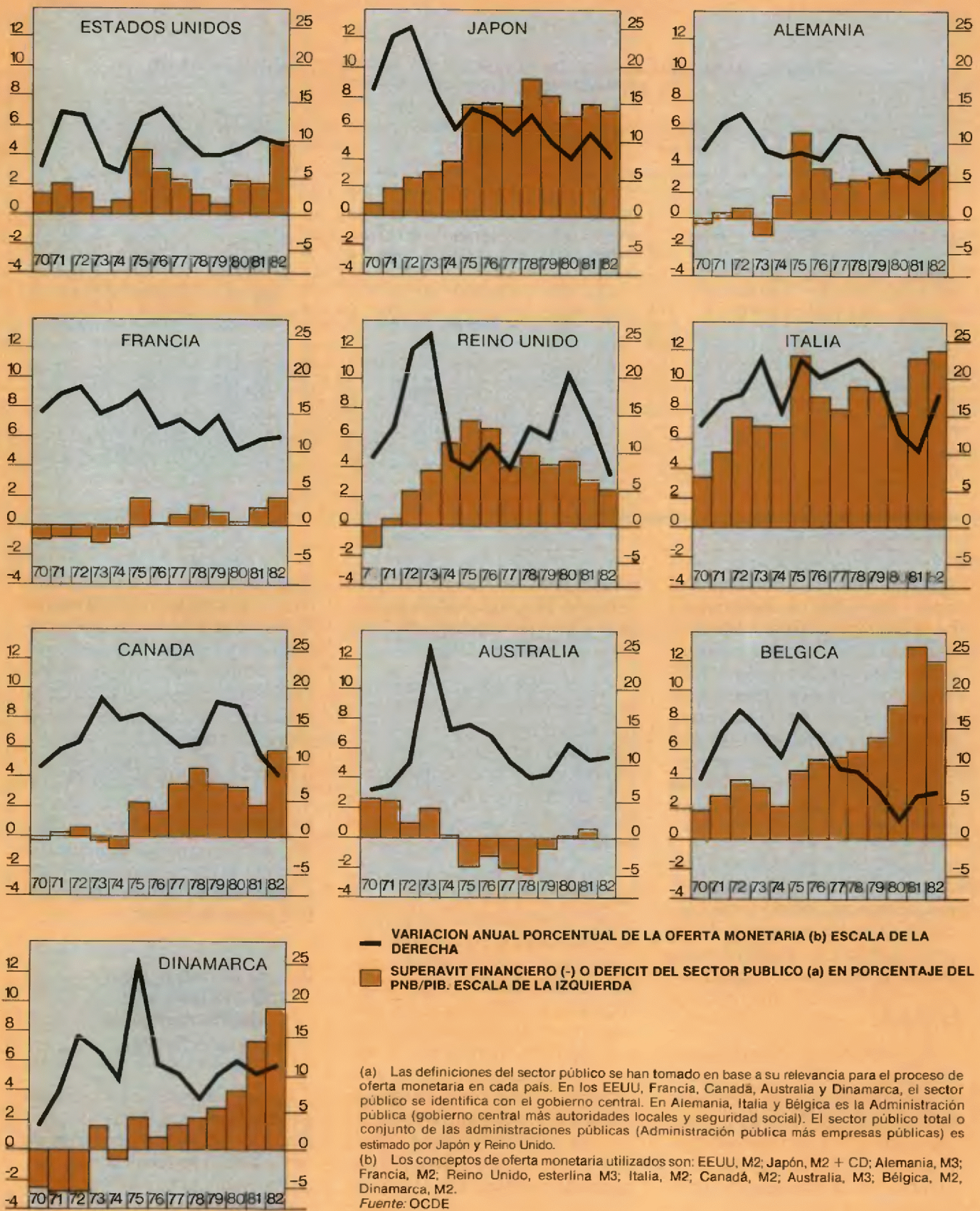
IV. FINANCIACION DEL PRESUPUESTO EN ALGUNOS PAISES DE LA OCDE: UNA REVISION DE LAS EXPERIENCIAS DESDE COMIENZOS DE LOS SETENTA

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 período 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



VARIACION ANUAL PORCENTUAL DE LA OFERTA MONETARIA (b) ESCALA DE LA DERECHA

SUPERAVIT FINANCIERO (-) O DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO (a) EN PORCENTAJE DEL PNB/PIB. ESCALA DE LA IZQUIERDA

(a) Las definiciones del sector público se han tomado en base a su relevancia para el proceso de oferta monetaria en cada país. En los EEUU, Francia, Canadá, Australia y Dinamarca, el sector público se identifica con el gobierno central. En Alemania, Italia y Bélgica es la Administración pública (gobierno central más autoridades locales y seguridad social). El sector público total o conjunto de las administraciones públicas (Administración pública más empresas públicas) es estimado por Japón y Reino Unido.

(b) Los conceptos de oferta monetaria utilizados son: EEUU, M2; Japón, M2 + CD; Alemania, M3; Francia, M2; Reino Unido, esterlina M3; Italia, M2; Canadá, M2; Australia, M3; Bélgica, M2, Dinamarca, M2.

Fuente: OCDE

CUADRO N.° 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.

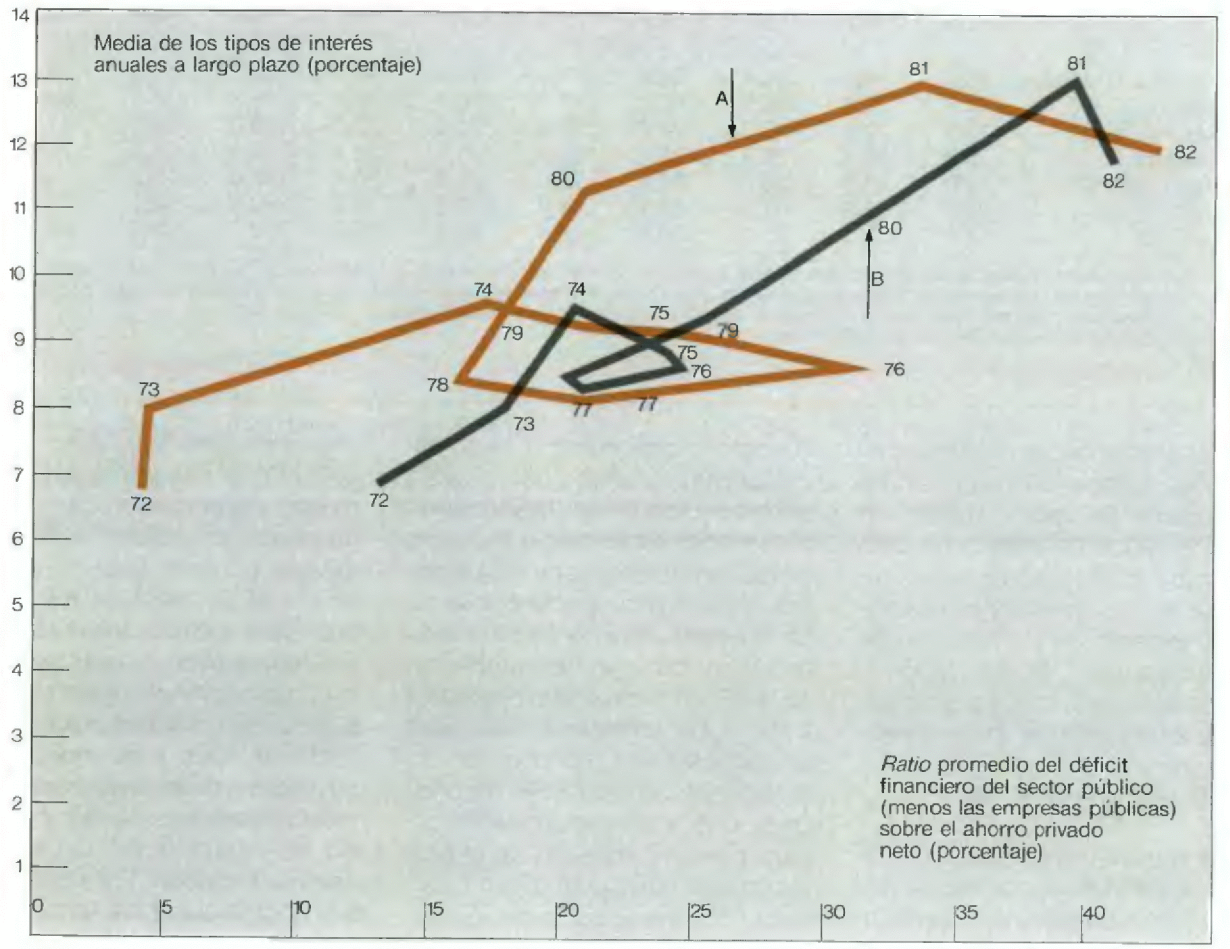
En los últimos años, sin embargo, la persistencia de grandes déficit públicos ha incrementado las dificultades que las autoridades nacionales parecen haber tenido para el control de los agregados monetarios. Continuos déficit pueden erosionar la «credibilidad» de los objetivos monetarios si empujan a 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 expectativas 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 Déficits: Problems and Policy Implications, OCDE Occasional Studies, junio 1983.

CUADRO N.° 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.° 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.° 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 objetivos 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.° 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.° 5

MULTIPLICADORES DEL GASTO PUBLICO 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.° 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 torno 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 públicos, 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. Bludenll-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 *Governement 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 simultaneamente 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 Goverment Deficits», *Brookings Papers on Economic Activity*, n.° 3, 1978.

(10) Ver, por ejemplo, T. F. Dernburg, «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.

DEUDA PUBLICA Y DESARROLLO ECONOMICO

Agustín MOLINA MORALES
José SANCHEZ MALDONADO (*)

I. INTRODUCCION

EL presente trabajo trata de la relación entre el endeudamiento del sector público de las naciones y el desarrollo de las mismas, con la pretensión de encontrar qué relación pueda haber entre ambos factores. A tal fin, se estudia la posible contribución de la actividad financiera al desarrollo económico, especialmente a través del instrumento de la deuda pública (sección II). En la sección III se analizan las características de la deuda pública, ya con referencia a los países en vías de desarrollo, y se contemplan los efectos económicos de la misma. La sección IV se destina a conocer la evolución reciente y la situación actual de la deuda pública en los países en desarrollo, centrándose en la deuda pública exterior. Por último, en la sección V, se efectúa una aproximación empírica —para diversas muestras de países en vías de desarrollo— a la relación entre desarrollo económico y nivel de crecimiento de la deuda pública, así como a algunos factores determinantes del crecimiento y del nivel de endeudamiento público. Se concluye que los niveles alcanzados por la deuda pública constituyen, más que una ayuda, una pesada carga para el crecimiento de los países en desarrollo, fundamentalmente debido al manejo de la política de la deuda, al destino dado a los fondos financiersos exteriores y a la presumible falta de capacidad de los países deudores para traducir en capital real dichos recursos financieros.

II. HACIENDA PUBLICA Y DESARROLLO ECONOMICO

1. Introducción

La consecución de un ritmo adecuado de desarrollo económico en los países más atrasados se suele presentar como un fallo de la economía de mercado, hecho que requiere y justifica a la vez la actuación de la hacienda pública. Y, en efecto, la teoría de la Hacienda Pública ha considerado a partir de la segunda guerra mundial que uno de los objetivos básicos a los que la actividad financiera debe servir es el de contribuir al desarrollo económico (1).

Múltiples son las actuaciones con las que la hacienda pública puede influir sobre las variables determinantes del desarrollo económico (2). Existe un acuerdo unánime en que una de las tareas fundamentales, si no la principal, a cumplir por la hacienda pública es la de asignar la máxima prioridad a la acumulación de capital. En los países en vías de desarrollo el ahorro es, por lo general, muy reducido, lo que indudablemente va a dar lugar a exiguas tasas de inversión, que no van a permitir el adecuado ritmo de crecimiento que lleve a quebrar el llamado comúnmente círculo de la pobreza.

Como ha escrito Heller (1968), «es probable que la característica más sorprendente del proceso de formación de capital en las economías subdesarrolladas sea el considerable e inevitable papel que debe desempeñar el gobierno para suministrar capital para "gastos generales sociales" lo mismo como instrumento directo del desenvolvimiento económico que como requisito previo para una mayor participación del capital privado en el proceso de desarrollo económico».

Obviamente, todas las actuaciones gubernamentales dirigidas a la consecución tanto de una aceleración en la tasa de formación del capital como de otros programas tendentes a una mejora del nivel de desarrollo económico, implicarán una determinada dirección de la política presupuestaria.

En principio, de tres formas fundamentales pueden financiarse los programas públicos de estímulo al crecimiento y desarrollo económico, a saber: sistema impositivo, creación de dinero y deuda pública.

En las páginas que siguen nos vamos a centrar en la actuación pública a través de la deuda, sin perjuicio de que esbocemos algunas ideas sobre las otras dos formas de financiación.

En efecto, las posibilidades de utilizar la vía impositiva en los países en vías de desarrollo aparecen limitadas tanto por razones de tipo económico como políticas y de técnica administrativa (3); además, los incrementos de presión fiscal pueden conllevar graves problemas de incentivos y excesos de gravamen que pueden ser particularmente nocivos para las posibilidades de crecimiento y desarrollo económico.

Asimismo, el recurso a la creación de dinero, o impuesto inflacionario, se revela como un sistema poco recomendable, dadas sus fuertes y adversas implicaciones sobre el clima económico en general, amén de las repercusio-

nes extremadamente negativas que puede conllevar sobre el propio nivel de recaudación impositiva (4), sin perjuicio de los efectos sobre la financiación a través de la deuda pública, que serán analizados más adelante.

Sobre el endeudamiento público como modalidad de financiación gubernamental se suele argumentar que es fundamentalmente un acto de conveniencia del gobierno que, en determinadas circunstancias, podría preferir financiarse vía impuestos, pero una serie de circunstancias tanto políticas como económicas pueden desaconsejar esa opción. Entre las situaciones en las cuales se suele reclamar el empleo de la deuda pública como instrumento financiero podemos destacar dos (5): primero, el endeudamiento temporal puede ser apropiado para compensar fluctuaciones cíclicas en los ingresos o en los gastos públicos; en ese sentido, los déficit públicos tenderían a incrementarse en períodos de recesión para transformarse en períodos de expansión en superávit que evitarían una acumulación desmesurada de la deuda. En segundo lugar, se suele reclamar tradicionalmente el empleo de la deuda pública para la financiación de los gastos de inversión. Esta creencia aparece basada en una consideración paralela de la deuda pública y la deuda privada que se sostiene, en palabras de Goode (1984), en una errónea analogía con la empresa privada. Diversas razones abonan la idea de que esta similitud pueda ser válida de una manera general; así, Nevin (1965) argumentaba que en una economía en vías de desarrollo la tarea del sector público implica tanto programas de gasto específico de capital (infraestructuras en general) como de gastos corrientes (educación, salud) y de mantenimiento consecuentes a la mayoría de los gastos de inversión propiamente dichos, lo que impide trazar una rígida distinción entre gastos corrientes y de capital. Por otro lado, no todos los gastos calificados como de inversión contribuyen al crecimiento y desarrollo económico, mientras que diversos gastos clasificados usualmente como corrientes lo promueven.

2. Diferentes concepciones económicas de la deuda pública: una breve perspectiva histórica

Como acredita su ya dilatada historia, la deuda pública ha ocupado tradicionalmente un lugar central dentro de la doctrina fiscal y ha constituido, al propio tiempo, uno de los aspectos más controvertidos y polémicos dentro de la misma. Ni lo uno ni lo otro resulta en modo alguno sorprendente si se tiene en cuenta el papel estratégico de la deuda pública en el marco de la política de ingresos y gastos públicos y su estrecha vinculación con ambas facetas de la actividad financiera. Sí resulta, por el contrario, en cierto modo llamativo que, hoy día, tras haber asistido a lo largo de más de dos siglos a una ininterrumpida confrontación dialéctica, persistan aún no pocas dudas acerca de las repercusiones de la deuda pública y se carezca, por otro lado, de un consenso sobre el papel que dicho instrumento de financiación puede desempeñar. Actualmente, prevalecen, en suma, serias discrepancias entre los hacendistas, muchas de ellas con una profunda raíz histórica, por lo que puede ser altamente ilustrativo hacer una incursión, siquiera breve, en la historia de la doctrina fiscal, a fin de vislumbrar las principales concepciones económicas sobre la deuda pública que han venido configurándose en el transcurso del tiempo.

Entre tales concepciones económicas, algunas de las cuales han visto reavivado su protagonismo en el curso de los últimos años, cabe hacer mención de las correspondientes a las siguientes corrientes de pensamiento: mercantilismo, economistas clásicos, escuela financiera alemana, clasicismo financiero, keynesianismo, y revisión posterior (6).

Pocas posiciones aparecen expresadas con tanta claridad como la de los autores mercantilistas, para quienes la deuda pública no era considerada como una carga, sino más bien como creación de riqueza. Forzoso es hacer mención en este sentido de la célebre frase de Melon (1734), para quien las deudas públicas, si son poseídas internamente, son deudas que la «mano derecha debe a la izquierda» (7).

Una visión radicalmente opuesta sería la adoptada por los principales representantes de la economía clásica, Smith, Ricardo y Hume, que, notoriamente influenciados por la enorme expansión de la deuda pública relacionada con la guerra en Gran Bretaña, de la que fueron testigos, se declararon abiertamente contrarios al uso de aquélla.

Smith (1776) rechazó el anterior argumento de la transferencia como una falacia del sistema mercantilista, así como la visión mercantilista de que la deuda nacional se añade al capital de la nación. La financiación con deuda no queda, sin embargo, totalmente excluida para Smith, pero debía limitarse a ocasiones especiales, en tanto que la financiación con impuestos debía ser la regla general.

Smith apoyaba su argumentación en diversas razones, algunas de las cuales gozan de plena vigencia en el debate actual. En su opinión, la financiación con impuestos procedería en gran parte de fondos que de otro modo serían usados en el empleo de trabajo improductivo, en tanto que la financiación vía préstamos desviaría fondos del mantenimiento de trabajo productivo, deteriorando así el *stock* de capital del país. Además, la carga de la financiación impositiva se siente de una sola vez, generando así resistencia por parte de los contribuyentes, con la consiguiente prevención del despilfarro público.

Una postura similar sería la mantenida por Ricardo (1817, 1820), cuya contribución a la teoría de la deuda pública ha cobrado recientemente un fuerte impulso a raíz de la divulgación del denominado teorema de la equivalencia ricardiana. En dos de sus escritos Ricardo llegó a la conclusión, expuesta en términos modernos, de que, en el caso del endeudamiento público, los contribuyentes descuentan sus obligaciones tributarias futuras, considerando reducida su riqueza neta igual que si se hubiera recurrido a la vía impositiva.

Posteriormente, sin embargo, rechazó esta argumentación, lo que ha llevado a Musgrave (1985) a proclamar su extrañeza por el hecho de que ahora se presente el teorema de la equivalencia bajo el emblema ricardiano. Así, para Ricardo, el ahorro y la formación de capital disminuyen cuando los impuestos son reemplazados por deuda, con lo que la generación futura se ve afectada negativamente al disponer de una menor renta.

A su vez, Hume (1752) llamó la atención sobre los inconvenientes económicos de la deuda pública que, no obstante, eran triviales en comparación con el perjuicio que se derivaba para el Estado considerado como ente político.

El gran volumen de la deuda pública británica no fue sólo fuente de análisis de corte pesimista. El hecho de que simultáneamente Gran Bretaña fuera el escenario de una gran revolución industrial propició que algunos autores concibieran a la deuda pública como un factor promotor de ese proceso de desarrollo. Destaca en este sentido la visión optimista del economista germano C. Dietzel (1855), que cifró su empeño en no contemplar al sector público, desde una sola vertiente, como una carga para el sector privado, sino que subrayó la función productiva de aquél, que se acentúa con el avance del desarrollo económico, al aumentar la importancia de los bienes inmateriales. Pese a su visión entusiasta de los gastos estatales Dietzel anticipó el pensamiento futuro, reclamando la financiación vía deuda en el caso de los gastos de capital y la financiación vía impuesto en el de los gastos corrientes.

La concepción que sobre la deuda pública se gestó en la segunda mitad del siglo XIX, y que sirvió de directriz de la política presupuestaria, no aceptó el optimismo de Dietzel, pero tampoco se aferró totalmente a la postura de los clásicos. Así, la etapa del clasicismo financiero se caracteriza por un reconocimiento de aspectos positivos y negativos en la deuda pública, aunque con un mayor énfasis en estos últimos. Sobresalen entre los primeros la posibilidad de dar cumplimiento al principio del beneficio a lo largo del tiempo y de prestar mayor atención al de equidad impositiva, así como de evitar grandes cambios en las cargas fiscales con sus perturbaciones económicas conexas, y entre los segundos, la disminución de la formación privada de capital, la carga de intereses para los presupuestos futuros con la pérdida resultante de flexibilidad presupuestaria, los efectos distorsionadores de incrementar los impuestos para atender el servicio de la deuda y los supuestos efectos desfavorables sobre la distribución de la renta (8).

La visión según la cual el endeudamiento público reduce la formación privada de capital y establece una carga sobre las generaciones futuras, al reducir el *stock* de capital legado, fue bruscamente sacudida por el impacto de la economía keynesiana (9).

La creación de la deuda pública no sólo aparecía como un subproducto necesario de la expansión fiscal, requerido para asegurar un empleo elevado, sino que, además, la deuda viva no plantearía ningún problema serio subsiguiente.

La vieja doctrina de que los pagos de intereses constituyen una transferencia desde la mano derecha a la izquierda resurge bajo la nueva expresión de «nos debemos a nosotros mismos». La deuda pública —argüía Lerner (1948)— difiere de la deuda privada, puesto que mientras que ésta es debida a otros, aquélla se debe a ciudadanos de la misma nación. Desde esta perspectiva, la creación de deuda nacional no supone, pues, minoración alguna de la riqueza nacional, ni los pagos de intereses por los miembros de una generación futura reducen la riqueza nacional de esa generación.

Crucial para esta visión sobre la carga de la deuda era el supuesto de una economía con subempleo que exige que la demanda agregada sea aumentada por medio de una expansión fiscal. En

tales condiciones, el endeudamiento público activa fondos, pero no reduce la inversión privada y no se generan, por tanto, efectos negativos sobre las generaciones futuras al dejarlas con una menor dotación de capital. Esta conclusión se desprende de un modelo keynesiano extremo, con inversión fija y exceso de ahorro, en tanto que la conclusión opuesta encaja en el modelo de pleno empleo, al que se orientó la discusión subsiguiente sobre la deuda pública (10).

Diversos autores subrayaron, en unos casos, la transferencia intergeneracional vinculada al pago de intereses (Buchanan, 1958) y, en otros, la menor formación de capital y el consiguiente menor *stock* de capital que se deja a las generaciones futuras (Shoup, 1960). Ahora bien, como pusiera de manifiesto Musgrave (1959), el hecho de que la financiación a través de préstamos pueda implicar transferencia de carga no supone necesariamente un argumento contra la misma, toda vez que la transferencia de carga por mediación del endeudamiento puede servir como instrumento de equidad intergeneracional.

3. La deuda pública y la financiación del desarrollo económico

Si partimos de la idea de que la hipótesis de neutralidad de la deuda no se da en su forma extrema (11), el siguiente paso sería responder a la cuestión de cuándo utilizar la deuda pública para la financiación del desarrollo. Al respecto se sostiene generalmente que la puesta en práctica de proyectos de inversión pública, con un rendimiento social superior al coste de los préstamos necesarios para la financiación de tales proyectos, puede justificar la existencia de un determinado volumen de endeudamiento del sector público. Lo anterior adquiere especial relevancia para los países en vías de desarrollo, en los que predomina un bajo nivel de ahorro en relación con la renta nacional, unido a una gran necesidad de incrementar el *stock* de capital.

En consecuencia, se puede afirmar que la deuda pública puede jugar un papel determinante en la financiación del desarrollo económico, bien entendido que no debe ser la única ni la principal forma de financiación de proyectos de desarrollo, así como que su uso debe orientarse fundamentalmente a sustentar bien estudiados y delimitados proyectos de inversión.

III. LA DEUDA PUBLICA Y LOS PAISES EN VIAS DE DESARROLLO

1. La dinámica de la deuda pública

Es una realidad contrastable el rápido crecimiento que ha experimentado la relación deuda pública/PIB en todos los países a partir, fundamentalmente, de 1970. Las cifras son elocuentes. Señalemos, a modo de ejemplo, que para el total de los países de la OCDE la citada relación ha evolucionado de un 38,4 por 100 en 1972 a un 54,4 por 100 en 1985 (12), mientras que para el conjunto de los países no industrializados la relación de la deuda pública, exclusivamente la externa, ha pasado de un 13,3 por 100 en 1970 a un 32,9 por 100 en 1984.

Entre las causas que pueden haber venido a configurar la situación actual pueden señalarse las siguientes:

- La popularidad de las políticas keynesianas y los movimientos políticos que reclamaban que el Estado jugase un papel mayor en la economía suscitaron un cambio de actitudes en lo que concierne al papel de la política presupuestaria, impulsando el crecimiento del gasto.

- Nuevas exigencias sociales en cuanto al papel del Estado en garantías del nivel de vida, de creación de empleo y de distribución de renta. Esto ha llevado a la extensión de las intervenciones del sector público a dominios cada vez más amplios.

- Abandono de los principios según los cuales el endeudamiento sólo se justifica como consecuencia de inversiones productivas, en favor del principio de intervención mediante el Presupuesto, que asigna como objetivos prioritarios de la política económica el pleno empleo y el desarrollo de programas de protección social. Con ello se ha dado lugar al endeudamiento para sufragar gastos de consumo.

- Ausencia de ajuste de las economías a la nueva realidad surgida tras los *shocks* petroleros, pues muchos gobiernos recurrieron al endeudamiento para tratar de remontar la crisis. Este endeudamiento se vio favorecido por la existencia de una gran masa de ahorro procedente de los países petroleros.

- La aceleración de la inflación, producto de las políticas acomodaticias y resistentes al ajuste, que dio lugar a un descenso de los tipos de interés reales a la vez que redujo temporalmente el *ratio* deuda pública/PIB, por lo que muchos gobiernos entendieron que

CUADRO N.º 1

DEUDA DEL GOBIERNO CENTRAL Y PIB DE PAISES INDUSTRIALIZADOS Y EN DESARROLLO A FINALES DE LOS AÑOS 70

PAIS	*Deuda total como % del PIB*	*Deuda interna como % de la deuda total*	*Deuda en manos privadas no bancarias como % de la deuda interna*	*Deuda interna en manos privadas no bancarias como % del PIB*
PAISES INDUSTRIALIZADOS				
Alemania Federal	14,7	92,8	35,3	4,8
Canadá	28,6	94,2	60,7	15,3
Estados Unidos	30,8	82,2	53,8	13,6
Finlandia	9,4	41,1	85,3	3,3
Holanda	27,2	100	59,6	16,2
Irlanda	70,4	73,1	71,6	36,8
Japón	34,5	99,1	48	16,4
Noruega	42,2	67,8	22	6,3
Nueva Zelanda	59,1	65,5	65,5	25,4
Reino Unido	176,7	90,3	79,5	126,8
Suecia	32,7	79,9	41,1	10,7
MEDIA	32,7	82,2	59,6	15,3
PAISES EN DESARROLLO				
Argentina	9,5	74,4	34,8	2,5
Bahamas	23,8	83,3	48,2	9,6
Bostwana	15,2	14	23,4	0,5
Chipre	25,7	64,2	13,9	2,3
Corea	12	33,5	33,8	1,4
Costa Rica	108	59,9	11,1	7,2
El Salvador	9,3	27,9	76,3	2
Etiopía	20,9	50,2	0,5	5,2
Fiji	24,5	66,6	61	10
Filipinas	16,9	43,7	31,3	2,3
Gambia	47,6	32,5	35,8	5,5
Grecia	28,3	96	17,2	4,7
Guatemala	12,1	73,4	26	2,3
Guayana	143,9	53,6	21,2	16,4
Indonesia	27	5,8	—	—
Israel	169,2	56,4	83,4	79,5

podían acrecentar su endeudamiento sin costes significativos.

• El crecimiento acelerado de los años sesenta permitió poner en práctica muchos nuevos programas sociales, en el convencimiento de que las tasas de crecimiento persistirían indefinidamente. La ralentización del desarrollo a partir de 1973 mostró la inviabilidad de muchos de tales proyectos.

• La financiación de proyectos de infraestructuras básicas para el crecimiento económico en los países en vías de desarrollo.

• Aumento de los costes del servicio de la deuda tras la elevación de los tipos de interés, que han sobrepasado generalmente las tasas de crecimiento. Con los grandes déficit presupuestarios existentes, se produce un rápido aumento de los pagos de intereses de la deuda, que pueden dar lugar a un crecimiento ininterrumpido de los déficit y a una explosión de la deuda.

• El poder de mercado del gobierno. El endeudamiento del sector público puede explicarse sobre la base de la especial posición de los gobiernos como deudores. El gobierno puede endeudarse a menores tipos que los deudores privados, debido a que presenta menores riesgos. A la vez, hay que considerar el hecho de que empresas, tanto públicas como privadas, puedan acudir a créditos avalados por el gobierno, lo que las hace menos cuidadosas en la selección de proyectos.

CUADRO N.º 1 (continuación)

DEUDA DEL GOBIERNO CENTRAL Y PIB DE PAISES INDUSTRIALIZADOS Y EN DESARROLLO A FINALES DE LOS AÑOS 70

PAIS	*Deuda total como % del PIB*	*Deuda interna como % de la deuda total*	*Deuda en manos privadas no bancarias como % de la deuda interna*	*Deuda interna en manos privadas no bancarias como % del PIB*
Jordania	53	43,4	26	6
Kenia	29,1	53,9	56,8	8,9
Liberia	30,9	14,3	19,5	0,9
Malasia	46,1	77,8	67,6	24,2
Malawi	35,2	34	21,9	2,6
Malta	18,2	54,4	38,7	3,8
Marruecos	39,7	34,9	29,1	4
Mauricio	50,9	71,2	13,4	4,9
Nepal	11,5	54,3	12,8	0,8
Omán	14.4	2,5	—	—
Pakistán	61,8	44,3	19,4	5,3
Panamá	38,2	24,6	36,5	3,4
Papúa Nueva Guinea	26,7	32,4	—	—
Paraguay	7,2	19,3	—	—
Ruanda	12,1	8,2	50	0,5
Seychelles	5,3	64,8	89,2	3,1
Sierra Leona	39,3	47,7	19,6	3,7
Singapur	69,6	92,8	84,6	54,6
Sri Lanka	68,8	58,3	53,1	21,3
Sudáfrica	40	96,5	77,4	29,9
Tailandia	22,6	86,7	6,7	1,3
Trinidad y Tobago	14,2	41,5	—	—
Túnez	39,1	30,2	1,9	0,2
Uruguay	13,1	34,2	7,7	0,3
Venezuela	15,2	12,7	57,5	1,1
Zaire	57,3	54,2	—	—
Zambia	92,5	69,7	23,9	15,4
MEDIA	26,7	47,7	29,6	3,8

Fuente: Richard Goode (1984).

• Asunción de deudas del sector privado. En numerosos países en desarrollo, particularmente de América Latina, una importante fuente de crecimiento de la deuda ha sido la asunción de la deuda adquirida por las empresas del sector privado, unas veces por estar garantizada por el gobierno y otras para evitar una profunda desaceleración de la economía interna y una mayor pérdida de solvencia del país.

Como resulta obvio, algunas de estas razones han sido las predominantes en los países en vías de desarrollo, aunque todas ellas presentan un cierto valor explicativo.

2. Características de la deuda pública

Las razones hasta ahora expuestas justifican el gran tamaño de la deuda pública en la actualidad. Sin embargo, no explican las diferencias en su estructura, que separan la deuda de los países desarrollados de los en vías de desarrollo. Tres rasgos, a nuestro entender, caracterizan esta diferenciación, como puede observarse en los cuadros n.os 1 y 2 (13):

a) En conjunto, la deuda del gobierno central en relación al PIB es menor en los países en vías de desarrollo que en los industrializados. Esta observación nada tiene de extraño en principio, dado que la magnitud del sector público en los países desarrollados es muy superior a la de los países en desarrollo. El total de la deuda en relación al PIB es del orden del 32 por 100 en los países industriales frente al 26 por 100 en los subdesarrollados.

CUADRO N.° 2

DEFICIT FISCALES DEL GOBIERNO CENTRAL Y FUENTES DE FINANCIACION PARA DIVERSOS PAISES Y AÑOS COMO PORCENTAJE DEL PIB

País y año	Financiación o deficit total	Financiación externa			Financiación interna		
		Total	Subvenciones	Otros	Total	Sistema bancario	Otros
Argentina (1981)	8	1,7	0	1,7	6,3	5,1	1,2
Bangladesh (1981/82)	10	9,5	9,5	0	0,5	0,1	0,4
Barbados (1981/82)	6,6	4,8	—	—	1,7	1,7	0
Belize (1982/83)	14,2	10,4	5	5,4	3,7	3,7	0
Birmania (1980/81)	8,8	4,2	1,7	2,5	4,6	4,6	0
Bolivia (1982)	6,5	3,6	—	—	2,9	2,8	0,1
Brasil (1982)	15,8	2,4	0	2,4	13,4	9,5	3,9
Chile (1982)	3,4	1,1	0	1,1	2,3	1,9	0,4
Chipre (1980)	8,6	5,8	2,5	3,3	2,8	2,5	0,3
Colombia (1982)	3,5	0,6	0	0,6	2,9	2,9	0
Corea (1982)	4,3	1,3	0	1,3	3	0,6	2,4
Costa de Marfil (1982)	12,3	10,7	0,3	10,4	1,6	0,9	0,7
Costa Rica (1982)	3,4	2,4	—	2,4	1	—	—
Ecuador (1982)	4,8	2,5	—	—	2,3	—	—
El Salvador (1980)	6,2	0,3	0,3	0	5,9	3,1	2,8
Etiopía (1981/82)	6,3	5,3	1,1	4,2	1	0,7	0,3
Fiji (1982)	7,1	2,7	1	1,7	4,4	1,7	2,7
Filipinas (1982)	4,3	0,8	0	0,8	3,4	2,1	1,3
Gambia (1982/83)	12,6	8,9	3,2	5,7	3,7	3,7	0
Ghana (1982)	4,7	0,5	0,1	0,4	4,2	0,5	3,8
Grecia (1981)	12,6	2,1	—	—	10,4	8,1	2,3
Guatemala (1980)	4,4	1,4	1,4	0	2,9	2,8	0,1
Haití (1982)	8,6	5,6	3,2	2,4	3	2,2	0,8
Honduras (1982)	10,2	4,9	5,3	0,3	4,6	4,3	1
India (1981/82)	6	0,9	0,2	0,7	5,1	2,6	2,5
Indonesia (1982/83)	5,1	3,6	0,1	3,5	1,4	1,4	0
Israel (1982)	18,6	10,5	5,2	5,3	8,1	5,5	2,6
Jamaica (1981/82)	16,4	9,4	—	—	7	3,5	3,5
Jordania (1982)	21,7	16,8	13,7	3,1	4,9	4,5	0,4
Kenia (1981/82)	7,6	2,9	1,3	1,6	4,7	2,5	2,2
Liberia (1981/82)	14,3	7,3	3,7	3,6	7	4	3,1
Malasia (1982)	17,2	8,3	0	8,3	9,8	2,8	7
Malawi (1982/83)	10,8	7,8	2,8	5	2,9	1,1	1,8

b) La deuda interna representa una menor proporción del endeudamiento total en los países en vías de desarrollo que en los países industrializados. Mientras que en los primeros dicha proporción es del 47,7 por 100 como media, en los segundos dicha proporción alcanza casi el 83 por 100.

Los países en vías de desarrollo tienen mucho más limitadas sus capacidades de imposición que los países industriales. Las restricciones sobre el nivel de imposición de cada país (políticas, estructurales, administrativas y sociales) son más inflexibles en los países en vías de desarrollo, por lo que los impuestos en estos países suelen ser menores que en los primeros, lo que da lugar a que la cobertura de los gastos públicos sea igualmente menor.

La alternativa de los impuestos en la captación de recursos privados internos sería la de emitir deuda pública interior, pero esta posibilidad aparece muy limitada en los países en desarrollo por las siguientes razones:

- El pequeño tamaño de los mercados de capital internos y el escaso desarrollo de los intermediarios financieros.
- El alto grado de incumplimiento y los riesgos políticos percibidos por los potenciales compradores de bonos.

CUADRO N.º 2 (continuación)

DEFICIT FISCALES DEL GOBIERNO CENTRAL Y FUENTES DE FINANCIACION PARA DIVERSOS PAISES Y AÑOS COMO PORCENTAJE DEL PIB

País y año	Financiación o déficit total	Financiación externa			Financiación interna		
		Total	Subvenciones	Otros	Total	Sistema bancario	Otros
Marruecos (1982)	12,5	7	0,3	6,7	5,5	2,5	3,6
Mauricio (1980)	11,8	2,9	1,8	1,1	8,9	6,5	2,4
México (1981)	14,9	7,4	0	7,4	7,4	5,7	1,7
Nepal (1980)	6,4	5,2	5,1	0,1	1,2	0,5	0,7
Nicaragua (1980)	7,1	4	—	—	3,1	3,1	0
Niger (1982/83)	7,5	5,6	—	—	1,9	0,8	1,1
Nigeria (1982)	9,6	0,5	0	0,5	9	7,5	1,5
Pakistán (1980)	6,4	3	0,8	2,2	3,4	0.7	2,7
Papúa N. Guinea	14,5	12,3	10,2	2,1	2,2	0	2,2
Perú (1982)	8,6	7,8	—	—	0,8	0,7	0,1
Portugal (1981)	14,2	2,9	—	—	11,4	11,1	0,3
R. Centroafricana (1981)	6,8	4,7	3	1,7	2	2	0
R. Dominicana (1982)	2,8	0,6	0	0,6	2,2	1,9	0,3
Samoa Occidental (1982)	23,3	14,1	11	3,1	9,1	5,6	3,4
Senegal (1982/83)	8,1	5,3	1,3	4	2,8	2,1	0,7
Sierra Leona (1982/83)	14,8	3,4	1,3	2,1	11,4	11,2	0,2
Siria (1980)	20,9	11,4	11,4	0	9,5	—	—
Somalia (1983)	8,2	5,9	4,7	1,2	2,3	—	—
Sri Lanka (1982)	17,2	8,1	3,4	4,7	9,1	3,7	5,4
Sudáfrica (1980)	2,5	0	0	0	2,5	0	2,5
Sudán (1981/82)	8,5	5,3	—	—	3,2	3,2	0
Tailandia (1981)	3,9	1,2	0,5	0,7	2,7	2,3	0,4
Tanzania (1980/81)	15,4	6,6	4,5	2,1	8,7	7,2	1,5
Togo (1982)	8,7	7,9	1,8	6,1	0,8	0,1	0,7
Trinidad y Tobago (1982)	13,7	1,5	0	1,5	12,2	11,8	0,4
Túnez (1982)	5,1	2,3	0,2	2,1	2,8	0,9	1,9
Uganda (1982/83)	2,8	1,5	0,5	1	1,3	0,9	0,4
Uruguay (1982)	10,1	3	—	—	7	6,4	0,6
Zaire (1982)	15,1	4,8	3,4	1,4	10,3	10,3	0
Zambia (1982)	19,7	3,9	0,8	3,1	15,8	13,4	2,4
Zimbabue (1982/83)	10,7	1,9	0,8	1,1	8,8	2,3	6,4

Fuente: Tanzi (1986).

• Las restricciones a la libre determinación por el mercado de los tipos de interés en los países en desarrollo, en función de las políticas del tipo de interés seguidas, que dan lugar con el tiempo a tipos de rendimiento negativos, haciendo poco atractivas las inversiones financieras en el interior.

• El deseo de evitar el *crowding-out* del sector privado en mercados financieros muy estrechos.

c) El porcentaje de deuda interna en posesión de tenedores no bancarios es sustancialmente menor en los países en desarrollo que en los industrializados (59,6 por 100 para los países industriales y 29,6 por 100 para los en vías de desarrollo. Cuando ponemos en relación con el PIB esta magnitud resulta un 13,5 y un 3,8 por 100 respectivamente). Las oportunidades de endeudamiento interno de fuentes no bancarias están muy limitadas en los países en desarrollo por diversos factores:

• El ahorro personal puede ser menor en relación a la renta que en los paises desarrollados.

• Los hábitos y preferencias de los ahorradores en los países no desarrollados se centran en invertir sus ahorros en bienes, negocios directos, oro o colocaciones en el exterior.

• Pocas personas están acostumbradas a comprar deuda de cualquier tipo.

• Los ahorradores son escépticos sobre las emisiones del gobierno.

• Se requiere tiempo para establecer costumbres que posibiliten las compras voluntarias de bonos públicos.

• Una larga historia de inflación, principalmente en América Latina, ha creado un obstáculo insuperable a la venta de deuda a largo plazo. La indiciación de los bonos puede hacer a éstos atractivos a los ahorradores, pero perjudiciales para los gobiernos. Si el principal de la deuda se ajustara anualmente por referencia al índice de precios y los intereses se comportaran de acuerdo al principal ajustado, el tipo de interés podría no necesitar la inclusión de un ajuste por inflación y sería más bajo que en los préstamos convencionales.

• Las amplias fluctuaciones en los tipos de interés nominales han perjudicado al mercado de bonos. Esta situación se agudiza por la resistencia del gobierno a ofrecer tipos de interés equiparables a los pagados a préstamos no oficiales, tanto interiores como exteriores.

• La insuficiencia de los mercados financieros hace ilíquida la posesión de bonos públicos.

Pese a tales dificultades, algunos países han obtenido cantidades sustanciales de financiación de prestamistas internos no bancarios (14), si bien los préstamos cautivos explican probablemente gran parte de la deuda interna no bancaria de la gran mayoría de los países en desarrollo.

Indudablemente, estas diferencias son de gran importancia, dado que mientras la deuda interior implica exclusivamente una reasignación de los recursos nacionales, la deuda externa conlleva un proceso de transferencia al exterior originado por el servicio de la deuda.

Los préstamos en el exterior imponen una carga distinta a la de los empréstitos interiores, porque hay que vender producción nacional en el extranjero para poder pagar el servicio de la deuda. Conforme se venden recursos nacionales, se reduce la proporción de la producción total a disposición de los usuarios del país. Por supuesto, el mismo hecho de contraer el préstamo permite un aumento de la cantidad de bienes disponibles para consumo e inversión. En términos generales, el peso de la deuda sólo se vuelve excesivo cuando el incremento de los bienes adquiridos con los préstamos resulta inferior a la reducción de los bienes disponibles causada por el pago del servicio de la deuda. Una consideración adicional es la carga económica que se produce por la necesidad de exportar bienes a mercados exteriores para pagar la deuda. Una baja temporal de las ganancias por exportaciones, o una incapacidad más duradera para generar divisas suficientes para cubrir los pagos del servicio de la deuda y pagar las importaciones, puede dar lugar a una crisis de liquidez.

3. Principales efectos económicos de la deuda pública

Llegados a este punto, es inexcusable plantear, aunque no sea de forma exhaustiva, cuáles son las consecuencias económicas inmediatas de los niveles alcanzados actualmente por el volumen de la deuda pública, fundamentalmente la exterior, y fluir cómo tales efectos pueden influir sobre el proceso de crecimiento y desarrollo económico de los países deudores.

Las consecuencias inmediatas derivadas de una elevada proporción de deuda pública mantenida en manos de acreedores extranjeros vienen de la mano, fundamentalmente, de sus efectos económicos en un doble ámbito, a saber: el de la política presupuestaria y el de la balanza de pagos. En efecto, por un lado, nos enfrentamos a la cuestión de cómo recaudar los ingresos fiscales necesarios para hacer frente al servicio de la deuda exterior; por otro, emerge la necesidad de traducir los mencionados ingresos fiscales en recursos adecuados, léase divisas, para proceder a los pagos exteriores demandados por el cumplimiento del servicio de la deuda.

Por lo que se refiere a los efectos de la deuda pública exterior sobre la política presupuestaria en general, resulta obvio que un volumen alto y creciente de la primera va a imponer importantes rigideces y restricciones sobre la segunda.

El primer problema presupuestario asociado con la presencia de un determinado nivel de deuda pública es una consecuencia directa del imperativo de cubrir el servicio de dicha deuda. Naturalmente, los pagos por intereses generan un incremento en las necesidades financieras, de tal forma que si no existen posibilidades de continuar endeudándose, los gobiernos se verán forzados o a disminuir los restantes gastos públicos o a incrementar la presión fiscal. Evidentemente, cualquiera de las dos alternativas puede tener importantes implicaciones para las posibilidades de crecimiento de la economía. A modo de ejemplo, se puede apuntar lo siguiente: dado que la relación de los pagos por servicio de la deuda externa con el PIB se eleva, como media, para los países deudores aproximadamente del 3 al 5 por 100, y

que los ingresos fiscales de estos países representan aproximadamente el 20 por 100 del PIB, la obtención de los recursos financieros necesarios para cubrir el servicio de la deuda requerirá disminuir el gasto público del 15 al 25 por 100 del total o elevar los impuestos en esa cantidad (Dornbusch, 1986).

Por otro lado, como apuntan Tanzi y Blejer (1986), ocurre que en muchos países los ajustes presupuestarios requeridos por la presencia de un nivel considerable de deuda pública exterior se han llevado a cabo siguiendo consideraciones más de tipo político o de factibilidad que estrictamente de eficiencia económica. Así nos encontramos con que las reducciones de gasto público (aparte intereses) se han concretado en disminuciones de salarios, gastos de capital, inversiones públicas financiadas con capital interior, gastos de mantenimiento y subsidios a las empresas públicas, actuaciones que han conformado, en general, una estructura del gasto público menos inductora del crecimiento y el desarrollo económico.

En los países en vías de desarrollo, una determinada estructura del gasto público ejerce un considerable efecto sobre el proceso de acumulación de capital, no sólo por los efectos directos de los gastos de inversión pública sobre la formación de capital, sino también a través de sus efectos indirectos sobre el nivel de la inversión privada. Como han demostrado Blejer y Kahn (1984), si la política de ajuste de los gastos públicos en los países subdesarrollados se materializa en un corte en el sector de las inversiones públicas que no estén muy relacionadas con las infraestructuras, entonces se puede detectar un incremento de la inversión privada, pero, por el contrario, si la disminución se opera del lado de las inversiones públicas en infraestructuras, ello afecta negativamente a la inversión privada, y por tanto, a la formación de capital.

Asimismo, los intentos de incrementar la presión fiscal se han revelado poco satisfactorios, habida cuenta de la restricciones con que se enfrenta la gran mayoría de los países subdesarrollados cuando afrontan este tema (fugas de capitales, distorsiones del comercio exterior, etcétera.)

Como exponíamos anteriormente, un sustancial volumen de deuda pública externa requiere generalmente transformar los recursos internos en divisas a la hora de hacer frente al pago del servicio de la misma, lo que conlleva la necesaria generación de superávit en la balanza comercial, necesidad que se ve acentuada en las ocasiones en que se presente difícil la renovación del *stock* de deuda pública externa.

Dichos superávit comerciales se pueden tratar de alcanzar mediante políticas alternativas —restricción de las importaciones, políticas de tipo de cambio, reducción en el nivel de la actividad económica, fomento de las exportaciones—, si bien todas ellas son susceptibles de generar efectos adversos sobre las posibilidades de crecimiento económico.

Quizá las políticas dirigidas al incremento de las exportaciones se revelen como las menos costosas en términos de posibilidades de crecimiento, pero pueden resultar poco factibles a corto plazo, sobre todo si se tratan de instaurar mediante la concesión de subsidios a la exportación, por los fuertes costes fiscales que las mismas pueden originar (Tanzi y Blejer, (1986).

Por su parte, una política de restricción de las importaciones puede plantear graves dificultades a medio y largo plazo, pues en el caso de que las importaciones estén constituidas en gran parte por bienes necesarios para el proceso productivo, su restricción provocaría una fuerte caída de la inversión y, por consiguiente, disminuirían notablemente las posibilidades de crecimiento de la economía, originándose paralelamente una caída del empleo y del nivel de actividad económica.

La puesta en marcha de una política de tipo de cambio conducente a la generación de superávit en la balanza comercial conduciría a una devaluación real de la moneda interior, a la vez que obligaría, en especial en presencia de inflación, a un ajuste continuado a fin de que el tipo de cambio no se deteriore y, como consecuencia de lo mismo, se produciría un crecimiento automático del *stock* de deuda pública externa, con las consiguientes implicaciones presupuestarias para hacer frente al servicio de la misma. Además, una devaluación de la moneda interior, al encarecer los bienes de capital de importación, ocasionaría una caída de la inversión interna.

En definitiva, como ha afirmado Goode (1984), en adición al problema presupuestario se plantea un problema de transferencia en la deuda externa. Aun si la renta nacional se incrementa a causa del uso de los préstamos exteriores y no se presenta restricción presupuestaria para cubrir el servicio de la deuda, el problema de la transferencia seguirá presente por dos razones:

- Los impuestos, ordinariamente, no reducen el gasto interno por el total de su importe.

CUADRO N.° 3

RATIO DEUDA PUBLICA/PNB Y ESTRUCTURA DE LA DEUDA POR GRUPOS DEL PAISES

	Total deuda pública pendiente y desembolsada (DPD) en % del PNB			*Deuda de acreedores oficiales en % de la deuda total (DPD)*			*Créditos de suministradores en % del total de deuda de acreedores privados*			*Componente de transferencia en % sobre la deuda total comprometida anualmente*			*Deuda subsidiada en % del total de DPD*		
	1970	*1978*	*1983*	*1970*	*1978*	*1983*	*1970*	*1978*	*1983*	*1970*	*1978*	*1983*	*1970*	*1978*	*1983*
Todos los paises	13,3	19,6	32,9	68	49	42	42	17	7	31,9	14,1	7,4	49,1	33	21,5
Paises exportadores de petróleo (34,2 %)	12,7	26	34,4	61,4	37	29	43	14,5	7,5	23,3	8,6	3,5	39,4	24,7	15
Paises importadores de petróleo de renta media (53 %)	12,3	16,1	34,7	57,5	44	39	38	16	6	24,2	9,7	0,6	38	23,5	13,9
Paises asiáticos de baja renta (7,7 %)	15,2	17,8	17,4	94	96,5	90	84	64	10	59,1	66,7	39,3	79,3	89,8	81,2
Países africanos de baja renta (5,1 %)	17,9	31,1	64,6	72	66	84	54	42	23	52,5	38,4	49,4	57,7	50,7	54,3
Paises mayores deudores (57,4 %)	13,3	18,8	32,5	67,5	45,3	33,8	40,7	13,5	5,7	26,5	10,6	1,4	50,2	31,3	16,9

Fuente: World Bank: *World Debt Tables*, varios anos.

• Una disminución en el nivel interior de gasto puede no ser suficiente para mejorar la balanza de pagos en una cuantía equivalente, reduciendo importaciones y liberando producción interior para las exportaciones. Para mejorar la balanza de pagos de bienes y servicios en lo suficiente para cubrir el servicio de la deuda, puede ser necesario mantener la actividad interna por debajo del nivel en que podría mantenerse si los pagos no tuvieran que realizarse, o devaluar la moneda y sufrir un empeoramiento de los términos de intercambio.

Además, el problema de la transferencia se verá agravado en el caso de que los países acreedores establezcan políticas proteccionistas a las exportaciones de los países deudores o, por el contrario, el mismo se verá aliviado en el caso de que no establezcan dichas políticas.

IV. EVOLUCION RECIENTE Y SITUACION ACTUAL DE LA DEUDA PUBLICA EXTERIOR DE LOS PAISES EN VIAS DE DESARROLLO

Entre las vías de financiación generalmente utilizadas por los gobiernos de los países en vías de desarrollo, podemos distinguir las siguientes:

a) Transferencias. Pueden ser de efectivo, ayudas en especie y ayudas para proyectos concretos.

b) Préstamos preferenciales subsidiados. Son préstamos que se establecen a un tipo de interés menor que el de mercado, tienen un sustancial período de carencia y amplios plazos de vencimiento.

c) Créditos de suministradores. Se establecen para compras determinadas y apenas son controlables por los países deudores.

d) Créditos comerciales. Son los obtenidos de bancos privados fundamentalmente. También difíciles de controlar por los gobiernos deudores, aunque pueden utilizarse políticas económicas ordenadas para hacer frente a su pago (a través de acuerdos con el FMI, por ejemplo). Este tipo de préstamos es el que predomina en la situación actual, y es el que ha permitido mantener niveles elevados de gasto público y financiar los déficit corrientes de las balanzas de pagos.

e) Retrasos en el pago del servicio de la deuda. Cuando los pagos debidos no se efectúan en su momento, los intereses aumentan y se acumulan al déficit, pero son

CUADRO N.º 4

PRINCIPALES INDICADORES DE LA IMPORTANCIA DE LA DEUDA PUBLICA

	Transferencias netas en % del PNB			*Pago de intereses en % del PNB*			*Servicio de la deuda en % del PNB*			*Servicio de la deuda en % de las exportaciones de bienes y servicios*		
	1970	*1978*	*1984*	*1970*	*1978*	*1984*	*1970*	*1978*	*1984*	*1970*	*1978*	*1984*
Todos los países	1,1	2,5	—0,2	0,45	0,93	2,5	1,3	2,7	4,7	9,7	13,5	16,2
Países exportadores de petróleo	1	3,4	—1,7	0,5	1,3	3	1,7	4,2	5,8	10,8	19	22
Países importadores de petróleo de renta media	1,1	2,1	0,37	0,46	0,85	2,67	1,5	2,45	4,71	8,5	11,1	16,7
Países asiáticos de baja renta	1	0,9	1	0,4	0,4	0,5	1	1	1,2	18,3	12,5	13,3
Países africanos de baja renta	1,4	4,4	2	0,5	0,7	1,8	1,3	1,6	4	5,7	8,5	14,9 *
Países mayores deudores	1	1,9	—0,5	0,4	1	2,7	1,5	3	4,3	15,3	21	20,5

	Pago de intereses en % de las exportaciones de bienes y servicios.			*Déficit comercial en % del PNB*			*Deuda a tipo variable en relación a la Deuda Pública total*		
	1970	*1978*	*1984*	*1970*	*1978*	*1984*	*1970*	*1978*	*1984*
Todos los países	3	4,6	8,3 *	3,5	5,5	5,1 *	1,3	27,1	44,9
Países exportadores de petróleo	3,1	6,1	11,2	3,1	6,8	2,5 *	2	34,9	56,4
Países importadores de petróleo de renta media	2,6	3,9	9,5	4,2	5,2	6,4 *	1,8	30,4	46,9
Países asiáticos de baja renta	6,8	4,9	5,4	2,4	3	5 *	0	0,4	6,7
Países africanos de baja renta	2	3,6	6,4 *	3,2	8,3	8,7 *	0,3	5,7	5,1
Países mayores deudores	4,6	7	12,7	3	4,2	3,2	1,7	32,5	54,8

Los datos con asterisco corresponden al año 1983.
Fuente: The World Bank: *World Debt Tables*, varios años.

financiados automáticamente por el impago de los mismos.

La más importante fuente de financiación en los últimos veinte años ha sido, por excelencia, la deuda comercial. La misma ha desempeñado un papel fundamental a la hora de proveer a los países en vías de desarrollo de los recursos necesarios para mantener sus niveles de gasto público.

El cuadro n.º 3 nos muestra algunos de los principales *ratios* de la evolución de la deuda pública exterior a nivel mundial. Las tres primeras columnas recogen la dinámica de la relación deuda pública pendiente y desembolsada (DPD) —deuda pendiente total emitida por los deudores medida a final de cada año— con el producto nacional bruto. Para el conjunto de los países (15) la deuda pública ha experimentado un fuerte crecimiento en los 15 años considerados, pasando de representar el 13,3 al 32,9 por 100 del PNB. Como se puede apreciar, dicho crecimiento se ha dado de una forma general para todos los grupos de países, con excepción de los países asiáticos de bajo nivel de renta. Sin embargo, debemos destacar que el ritmo de crecimiento de la deuda pública exterior no se ha mantenido de una manera homogénea a lo largo del período estudiado, pues mientras entre los años 1970 y 1980 el volumen de la DPD se multiplicó por 8, entre 1980 y 1984 apenas lo

hizo por 1,5. A este hecho ha contribuido decisivamente la evolución seguida por la deuda desembolsada anualmente, que si en el período 1970/80 mantuvo el mismo ritmo de crecimiento que la DPD, en el período 1980/84 experimentó una acusada disminución de casi el 7 por 100.

Los cuatro grupos de columnas siguientes indican la estructura de la deuda para los mismos grupos de países, distinguiendo entre los diversos tipos de deuda que antes se han señalado. La participación de acreedores oficiales (16) en el total de la deuda ha decrecido, para el conjunto de los países y el período considerado, de un 68 a un 42 por 100, con el correspondiente incremento de la participación de los acreedores privados (17). Esta disminución ha sido muy notoria principalmente para los países más endeudados. Por el contrario, para los países asiáticos de baja renta la participación de la deuda de acreedores oficiales se ha mantenido estable y muy alta —alrededor del 90 por 100—, y ha crecido para los países pobres africanos.

Si se analiza —dentro del crédito privado— la componente de créditos de suministradores (manufactureros o exportadores) en relación a la deuda pública total de acreedores privados, se puede observar la gran disminución experimentada tanto para el conjunto mundial (baja del 42 al 7 por 100) como para los diversos grupos de países, lo que indica que el mayor componente del crédito privado ha sido el correspondiente a los préstamos de los mercados financieros (préstamos de bancos privados y bonos o instrumentos emitidos públicamente y colocados en el sector privado).

La componente de transferencia en el conjunto de la deuda total comprometida anualmente también ha experimentado una fuerte reducción en el período, habiendo pasado del 31,9 por 100 de la deuda total al 7,4 por 100. Dicha reducción ha sido más significativa para los países importadores de petróleo de renta media y para los países mayores deudores.

Por último, se contempla en el cuadro la porción de deuda subsidiada en relación a la deuda total. También aquí se ha producido una fuerte reducción para el conjunto mundial desde los niveles de 1970 (49,1 por 100) hasta los de 1983 (21,5 por 100). Sólo han mantenido niveles elevados los países más pobres asiáticos (81,2 por 100 en 1983) y africanos (54,3 por 100 en el mismo año).

Por su parte, el cuadro n.° 4 presenta diversos indicadores de la importancia de la deuda pública en el período 1970/1984. Si nos fijamos en la evolución de las transferencias netas (desembolsos netos de servicio de la deuda o flujos netos menos pagos de intereses), observamos cómo las mismas han pasado de representar un 1,1 por 100 del PNB a un —0,2 por 100 del mismo. Obviamente, si, como hemos apuntado anteriormente, en los últimos cuatro años considerados se ha producido un descenso en el nivel de nuevos desembolsos anuales, hecho que ha venido aparejado con un notable incremento del servicio de la deuda, la consecuencia inmediata ha sido que los países en vías de desarrollo han pasado a ser exportadores de capitales, convirtiéndose este hecho, como han puesto de manifiesto la mayoría de los estudiosos del tema, en la consecuencia más dramática de la crisis actual de la deuda exterior. Las cifras, referidas tanto a los pagos

CUADRO N.° 5

TIPOS DE INTERES

	1970			1978			1984		
	Tipo medio	*Tipo deuda oficial*	*Tipo deuda privada*	*Tipo medio*	*Tipo deuda oficial*	*Tipo deuda privada*	*Tipo medio*	*Tipo deuda oficial*	*Tipo deuda privada*
Todos los países	5,3	3,7	7,5	7,7	4,6	9,5	9,2	7,2	10,9
Países exportadores de petróleo	6,3	4,3	8,2	8,6	5,1	9,6	9,5	7,7	10,6
Países importadores de petróleo de renta media	6,1	4,7	7,4	8	9,4	9,6	10,1	8,6	11,1
Países asiáticos de baja renta	2,6	2,2	9,9	2,1	1,7	8,2	5,4	4,6	9,7
Países africanos de baja renta	3,1	1,5	6,8	4,6	3,2	8,2	3,8	3,1	9,6
Países mayores deudores	6	4	7,9	8,5	5,2	9,9	10,1	8,1	11,4

Fuente: World Bank: *World Debt Tables*, varios años.

CUADRO N.° 6

PERIODO DE VENCIMIENTO (AÑOS)

	1970			1978			1984		
	Periodo total	*Periodo deuda oficial*	*Periodo deuda privada*	*Periodo total*	*Periodo deuda oficial*	*Periodo deuda privada*	*Periodo total*	*Periodo deuda oficial*	*Periodo deuda privada*
Todos los países	20,6	28,6	9,9	14,5	23,4	9	15	22,3	8,7
Países exportadores de petróleo	17,7	25,6	10,1	12,1	23,2	8,8	13,2	19,3	9,5
Países importadores de petróleo de renta media	17,1	25,1	9,7	12,7	18,3	9,2	12,2	18	8,2
Países asiáticos de baja renta	32,4	34,8	12,7	38,2	39,7	9,5	29,5	33	10,1
Países africanos de baja renta	27	34,7	9,8	22,4	27,7	8,7	30,2	32,7	10,5
Países mayores deudores	18,7	27,3	10,2	14,5	26,8	9,3	14,1	21,7	8,9

Fuente: World Bank: *World Debt Tables*, varios años.

CUADRO N.° 7

PERIODO DE CARENCIA (AÑOS)

	1970			1978			1984		
	Periodo medio	*Periodo deuda oficial*	*Periodo deuda privada*	*Periodo medio*	*Periodo deuda oficial*	*Periodo deuda privada*	*Periodo medio*	*Periodo deuda oficial*	*Periodo deuda privada*
Todos los países	5,7	8,1	2,6	4,6	6,2	3,7	4,7	5,7	3,8
Países exportadores de petróleo	4,3	6,5	2,2	4,4	5,9	3,9	4,6	5,1	4,3
Países importadores de petróleo de renta media	4,8	7	2,7	4,2	5,4	3,5	4,1	4,9	3,6
Países asiáticos de baja renta	9,6	10,5	2,6	9,1	9,4	2,1	7,2	8	2,6
Países africanos de baja renta	7,7	10	2,8	5,6	6,8	2,5	6,9	7,5	1,7
Países mayores deudores	4,8	6,8	2,8	4,8	6,8	4	4,6	5,6	3,9

Fuente: World Bank: *World Debt Tables*, varios años.

de intereses como al servicio de la deuda, así como su relación con las exportaciones de bienes y servicios, ponen asimismo de manifiesto la excesiva carga que sobre las economías en vías de desarrollo está imponiendo el nivel alcanzado por la deuda pública.

Todos los indicadores que aparecen recogidos en el cuadro número 4 vienen a confirmar la gravedad de la situación en la que se encuentran inmersos los países en vías de desarrollo, y ponen de relieve, en general, cómo la falta de capacidad que han tenido sus respectivos sistemas económicos para absorber el flujo de capital externo que han recibido a través de la deuda exterior ha degenerado en un proceso en el cual el servicio de la deuda absorbe una proporción cada vez mayor de los nuevos préstamos, ante la falta de capacidad de tales países para transformar el capital financiero en una cantidad, al menos equivalente, de capital productivo real.

Por otro lado, en los años objeto de análisis han variado sustancialmente las condiciones bajo las cuales se ha contratado la deuda pública externa, haciéndose las mismas, como veremos más adelante, cada vez más duras y menos favorables para los países en vías de desarrollo.

Como se recoge en el cuadro número 5, el tipo medio de interés casi se ha doblado en el período 1970/1984. Dicha elevación se ha producido tanto en el tipo de la deuda oficial como en el de la deuda privada, siendo el aumento del primero de ellos el de mayor cuantía.

CUADRO N.° 8

PORCENTAJE DE SUBSIDIACION DE LA DEUDA

	1970			1978			1984		
	Conjunto de deuda	*Deuda oficial*	*Deuda privada*	*Conjunto de deuda*	*Deuda oficial*	*Deuda privada*	*Conjunto de deuda*	*Deuda oficial*	*Deuda privada*
Todos los países	31,9	48,3	10,4	14,1	36,2	0,6	7,4	21,5	—4,7
Países exportadores de petróleo	23,2	40,9	6,3	8,6	34,6	1	3,5	16,2	—4,4
Países importadores de petróleo de renta media	24,2	37,9	11,4	9,7	25,1	0	0,6	9,3	—5,3
Países asiáticos de baja renta	59,1	64,2	—	66,7	69,6	—	39,3	45,9	—
Países africanos de baja renta	52,5	69,9	13,4	38,4	50,7	6,8	49,4	55,4	1,8
Países mayores deudores	26,5	43,9	9,5	10,6	36,8	—0,4	1,4	14,3	—7,4

Fuente: World Bank: *World Debt Tables*, varios años.

En el tipo medio de la deuda oficial hay que distinguir entre los países exportadores de petróleo, los importadores de renta media y los demás endeudados de los países pobres africanos y asiáticos. Estos últimos tienen un tipo de la deuda oficial muy inferiores a los de los otros grupos de países, y como la mayor parte de su deuda es oficial, ello hace que los tipos medios conjuntos sean la mitad que los de los otros países, pues en los tipos de la deuda privada apenas hay diferencias entre ambos conjuntos. Debemos señalar que los incrementos en los tipos de interés pueden afectar al ritmo de crecimiento de la deuda pública exterior en dos direcciones de signo contrario. Por una parte, una elevación de los tipos de interés puede provocar una reducción en la corriente de demanda de nuevos préstamos, pero, por otra, puede inducir a la elevación en el *stock* de deuda pendiente vía el imperativo que pueden tener muchos países de recurrir a nuevos endeudamientos, exclusivamente en orden a recabar los recursos necesarios para hacer frente al servicio de la deuda.

En el cuadro n.° 6 figuran los períodos medios de vencimiento según los tipos de deuda. La característica general es la amplia disminución de los mismos, que, para el conjunto de países, se ha reducido de 20,6 a 15 años. Son nuevamente los países asiáticos y africanos pobres los que tienen un período de maduración más elevado, por la misma razón antes citada de que la deuda de estos países proviene, en su mayor parte, de instituciones oficiales y posee un período de vencimiento más largo. En efecto, el período de la deuda oficial se sitúa para estos países pobres en 33 años, lo que los mantiene prácticamente en el mismo nivel de 1970, aunque para el conjunto de los países dicho período se haya reducido en 6 años. La deuda privada, si bien ha tendido a la baja en este tiempo, no ha experimentado una reducción tan significativa.

CUADRO N.° 9

PORCENTAJE DE DEUDA A TIPO VARIABLE SOBRE LA DEUDA PUBLICA TOTAL

	1970	*1978*	*1984*
Todos los países	1,3	27,1	44,9
Países exportadores de petróleo	2	34,9	56,4
Países importadores de petróleo de renta media	1,8	30,4	46,9
Países asiáticos de baja renta	0	0,4	6,7
Países africanos de baja renta	0,3	5,7	5,1
Países mayores deudores	1,7	32,5	54,8

Fuente: World Bank: *World Debt Tables*, varios años.

CUADRO N.° 10

PORCENTAJES DE PARTICIPACION DE LOS DIVERSOS GRUPOS DE PAISES EN DIVERSAS MAGNITUDES EN 1984 (*)

	GRUPO A	*GRUPO B*	*GRUPO C*
Participación en el PIB	13,7	35,7	50,6
Participación en la deuda pendiente y desembolsada	13,5	30,4	56,0
Participación en la deuda pendiente y desembolsada oficial	29,5	43,4	27,0
Participación en el pago de intereses	5,5	25,6	68,9
Participación en las exportaciones	7,6	27,0	65,3
Participación en el servicio de la deuda	7,2	30,2	62,6

(*) Vid. cuadro n.° 11.

Fuente: *World Bank. World Debt Tables*, varios años y elaboración propia.

El período de carencia —cuadro número 7— se ha reducido en un año para el conjunto de los países de 1970 a 1984. Otra vez es el período de carencia de la deuda privada el que ha descendido más fuertemente. Aquí la reducción ha sido superior para los países pobres que para los demás. Sin embargo, dado que su mayor parte de endeudamiento está en deuda oficial, aún mantienen un período de carencia de más de 7 años.

La deuda subsidiada —cuadro número 8— ha pasado para todos los países en el conjunto considerado de casi un tercio del total a un 7,4 por 100, cifra influida tanto por la reducción del porcentaje de deuda oficial subsidiada como por la situación de la deuda privada, que de un porcentaje de subsidiación del 10,4 por 100 ha pasado a la exigencia de primas de riesgo. De nuevo son los países más pobres los que mantienen mayor porcentaje de deuda subsidiada. Para los demás conjuntos de países, se ha producido una profunda reducción de su porcentaje de deuda subsidiada, llegando en conjunto a niveles muy bajos.

CUADRO N.° 11

MACROMAGNITUDES Y PRINCIPALES INDICADORES DE LA DEUDA PUBLICA DE LOS PAISES EN VIAS DE DESARROLLO

	GRUPO A *Países con renta per cápita inferior a 500 dólares*			*GRUPO B* *Países con renta per cápita entre 500 y 1500 dólares*			*GRUPO C* *Países con renta per cápita superior a 1500 dólares*		
	1972	*1978*	*1984*	*1972*	*1978*	*1984*	*1972*	*1978*	*1984*
Tasa de crecimiento del PIB (%)	2,64	13,32	—0,79	11,59	10,28	1,30	18,50	15,84	4,33
Deuda pendiente y desembolsada (mill. dólares)	17.531,8	39.762,1	64.634	16.937,9	66.590,5	144.893,8	23.142,6	110.364,4	267.380,3
Deuda pendiente y desembolsada/PNB (%)	17,96	20,62	22,66	18,01	24,48	36,99	12,24	20,80	36,57
Deuda pendiente y desembolsada oficial/deuda pendiente y desembolsada (%)	89,33	86,96	87,68	71,5	60,0	57,5	42,9	23,4	19,4
Pago de intereses/PNB (%)	0,42	0,47	0,66	0,54	1,06	2,25	0,54	1,26	3,23
Pago de intereses/Exportaciones (%)	5,38	3,73	7,36	2,78	4,32	9,66	3,85	6,29	10,74
Transferencias netas/PNB (%)	0,90	1,66	1,13	1,87	2,60	0,30	1,75	3,11	—1,01
Servicio de la Deuda/PNB (%)	1,14	1,18	1,57	1,86	3,05	4,81	1,71	3,97	5,34
Servicio de la Deuda/Exportaciones (%)	14,56	9,40	17,51	9,55	12,40	20,67	12,21	19,86	17,73
Balanza Comercial (mill. dólares)	—1.711	—4.542	—12.308	—2.908	—15.688	—17.568	5.916	23.464	636

Fuente: The World Bank. *World Debt Tables*, varios años.
(Los grupos de países son los definidos en la nota 18 del texto).

La situación de crisis en el endeudamiento se muestra una vez más, con meridiana claridad, en el cuadro n.° 9. De ser apenas significativa la deuda emitida a tipo variable en 1970, se ha pasado al 45 por 100 para el conjunto de los países. Los países asiáticos y africanos pobres mantienen un porcentaje relativamente bajo en comparación con la situación a que han llegado los demás países. La dependencia de los movimientos de los intereses de un determinado tipo de interés —generalmente el LIBOR— da una muestra de la dependencia de los prestatarios de los mercados financieros internacionales y de los cambios en los tipos de interés internacionales.

Por último, hemos creído conveniente presentar algunas de las magnitudes hasta ahora tratadas, agrupadas en función del nivel de renta per cápita para una serie de países. Se han distinguido tres grupos: el grupo A, integrado por los países con renta per cápita inferior a 500 dólares; el grupo B, por países de entre 500 y 1.500 dólares, y el grupo C, por países de renta per cápita superior a 1.500 dólares (18). El cuadro n.° 10 muestra el peso de cada grupo de países dentro del conjunto total para el año 1984. Como datos más destacados, señalemos la desproporción entre el porcentaje de participación en el PIB de los diversos grupos y la participación en el nivel de DPD y en el conjunto del servicio de la deuda. Así, mientras que la participación de los países del grupo A en el PIB es del 13,7 por 100, la correspondiente al servicio de la deuda y al pago por intereses solamente es de, respectivamente, un 7,2 y un 5,5 por 100. Por el contrario, los países que se encuentran en un estadio de desarrollo más avanzado —grupo C— y que tienen una participación en el conjunto del PIB del 50,6 por 100, ostentan una participación en el servicio de la deuda del 62,6 y del 68,9 por 100 en los pagos de intereses. Para el grupo B la situación está más equilibrada.

Si nos fijamos en el cuadro número 11, hallamos que la tasa de crecimiento del PIB ha sufrido diversas oscilaciones, con una baja acusada para el año 1984, de tal modo que los países del grupo A presentan una tasa negativa y en los otros dos grupos se ha ralentizado el crecimiento. Sin embargo, no ha sido paralelo el comportamiento del total de la deuda pendiente y desembolsada ni el grado de participación de la misma en el PNB. Para los tres grupos de países, esta magnitud ha crecido en 1984 sobre los niveles de 1972. Ha decrecido la participación de la deuda oficial en el conjunto total de la deuda en todos los grupos de países, siendo más destacada la caída en los grupos B y C.

Naturalmente, este crecimiento de la deuda pública tiene su correlato en la carga que la misma supone. Así, los pagos de intereses, que en 1972 significaban del orden del 0,5 por 100 del PNB, se situaban en 1984 en el 0,66, el 2,25 y el 3,23 por 100 respectivamente para los grupos A, B y C. Paralelamente ha crecido el servicio de la deuda. Los países en vías de desarrollo han sido tradicionalmente receptores netos de capital. Pues bien, el *ratio* de transferencias netas a PNB, que hasta 1978 presentaba valores crecientes, ha disminuido posteriormente para los tres conjuntos, alcanzando un valor negativo para los países del grupo C. También han aumentado los *ratios* pagos de intereses a exportaciones y servicio de la deuda a exportaciones. Si a ello añadimos los desequilibrios de la balanza comercial, pese a los esfuerzos realizados para incrementar las exportaciones, nos encontramos ante una situación bastante difícil.

V. UNA APROXIMACION EMPIRICA A LA RELACION ENTRE LA DEUDA PUBLICA Y EL CRECIMIENTO ECONOMICO

En este apartado se trata de analizar diversos aspectos de las relaciones entre los niveles de crecimiento y los niveles de deuda pública exterior, así como de los determinantes de los mismos.

Sobre estas cuestiones Tanzi y Blejer (1986) han realizado un excelente trabajo en el que plantean para el período 1972/84, y para los conocidos países Baker (19), el análisis empírico tanto de la relación entre crecimiento de la renta y de la deuda pública como de los determinantes de los niveles de la segunda y de los tipos de interés de la misma.

Los resultados más relevantes que se desprenden del citado trabajo podemos resumirlos como sigue:

- En cuanto a la relación entre el crecimiento de la renta y los niveles de la deuda pública exterior, se constata una alta correlación negativa.

- En relación a los determinantes del nivel de deuda exterior, demuestran que los déficit fiscales y los tipos de interés se han revelado como las variables más influyentes en la determinación del *stock* de deuda pública. Por su parte, la balanza comercial no ha influido en demasía en la década de los setenta, pero presenta una

CUADRO N.° 12

RELACION ENTRE CRECIMIENTO ECONOMICO Y DEUDA PUBLICA (*)

Ecuacion Numero	Variable Dependiente	Variables independientes				Estadisticos		
		Constante	D	TCD	VF	R^{-2}	SEE	DW
1.	Y	12,77 (8,98)	—0,14 (—4,43)			0,07	12,96	1,72
2.	Y	15,33 (11,82)	—0,19 (—6,43)			0,13	12,77	1,54
3.	Y	62,57 (12,03)	—2,12 (—14,60)			0,52	49,31	1,82
4.	Y	28,55 (13,09)	—0,63 (—12,14)			0,17	35,76	1,89
5.	Y	16,77 (11,16)	—0,24 (—5,64)			0,11	13,37	1,79
6.	Y	10,47 (11,74)		—0,31 (—8,71)		0,26	11,43	1,62
7.	Y	12,11 (14,85)		—0,33 (—11,18)		0,34	10,88	1,29
8.	Y	20,83 (8,01)		—0,97 (—26,12)		0,79	33,86	1,91
9.	Y	18,11 (18,79)		—0,83 (—37,16)		0,68	23,01	1,76
10.	Y	13,39 (17,33)		—0,42 (—14,50)		0,49	10,25	1,84
11.	Y	13,95 (13,14)		—0,31 (9,21)	—7,88 (—5,35)	0,34	10,76	1,85
12.	Y	15,62 (16,55)		—0,33 (—11,72)	—8,16 (—6,25)	0,43	10,11	1,52
13.	Y	23,77 (6,98)		—0,97 (—25,95)	—6,78 (—1,33)	0,79	33,78	1,93
14.	Y	21,46 (17,38)		—0,83 (—37,37)	—7,69 (—4,25)	0,69	22,7	1,81
15.	Y	15,39 (17,18)		—0,41 (—14,58)	—5,65 (—4,04)	0,53	9,90	1,98

(*) El significado de las variables es el siguiente:
Y: tasa de crecimiento anual del PNB.
D: porcentaje de la deuda pendiente y desembolsada sobre el PNB.
TCD: tasa de crecimiento anual de D.
VF: variable ficticia: '0' para el periodo 1974-1979, y '1' para 1980-1982.
Fuente: Elaboración propia.

correlación positiva con la deuda en los años ochenta.

• Por lo que respecta a la determinación de los tipos de interés, se señala:

— Que los tipos de interés de los prestamistas privados están más relacionados con el *stock* de deuda que ha de ser servida en términos comerciales que con el volumen total de la misma.

— Sólo los términos de intercambio aparecen relacionados negativamente con los tipos de interés de fuentes privadas. Ni el déficit fiscal ni la tasa de crecimiento lo están.

— Los intereses de los acreedores oficiales aparecen relacionados con el déficit fiscal y con la tasa de crecimiento.

— El *stock* total de deuda aparece con efecto positivo sobre el tipó de interés oficial.

Por nuestra parte, hemos analizado, para una muestra de países para los que nos ha sido posible disponer de los datos adecuados en el período 1974/82, los siguientes tipos de relaciones:

a) Relación entre la tasa de crecimiento del PNB y el nivel de la deuda pública exterior respecto al PNB.

b) Relación entre la tasa de crecimiento del PNB y la tasa de crecimiento de la proporción de la deuda pública respecto del PNB.

CUADRO N.° 13

DETERMINANTES DEL NIVEL DE CRECIMIENTO ECONOMICO Y DEL NIVEL DE DEUDA PUBLICA (*)

Ecuación Número	Variable Dependiente	Variables independientes: Constante	D-2	B.C	C.P.	F.K.	D-1	D	TCD	VF	Estadísticos: R^{-2}	SEE	DW
1.	D	4,04 (2,76)	1,01 (22,29)								0,73	11,15	2,16
2.	D	20,43 (11,94)		—1,10 (—7,16)							0,17	18,53	1,60
3.	D	4,39 (1,04)			2,32 (11,66)	—0,28 (—2,05)					0,36	16,34	1,87
4.	D	1,72 (2,01)					1,02 (40,38)				0,88	7,11	2,15
5.	Y	10,41 (3,13)		0,18 (1,29)		0,27 (2,21)		—0,21 (—4,36)			0,12	13,29	1,84
6.	Y	10,52 (4,35)		0,19 (1,88)		0,24 (2,50)			—0,40 (—14,41)	—4,83 (—3,36)	0,54	9,79	1,97
7.	Y	11,21 (4,66)				0,16 (1,87)			—0,41 (—14,57)	—5,59 (—4,02)	0,53	9,85	1,94
8.	Y	14,81 (5,43)			—0,33 (—2,67)	0,19 (2,24)			—0,40 (—14,59)	—5,20 (—3,77)	0,55	9,71	1,97

(*) El significado de las variables es el siguiente:
B.C.: Balanza Comercial.
F.K.: Formación bruta de capital en porcentaje del PNB.
C.P.: Consumo público en porcentaje del PNB.
Fuente: Elaboración propia.

c) Determinantes del nivel de deuda pública.

d) Determinantes del crecimiento del PNB.

Los resultados de las regresiones realizadas aparecen recogidos en los cuadros núms. 12 y 13.

En el cuadro n.° 12 se han considerado cinco grupos de países, a saber: grupo A, países con menos de 500 dólares per cápita (ecuaciones 1, 6 y 11), grupo B, países con más de 500 y menos de 1.500 dólares per cápita (ecuaciones 2, 7 y 12), grupo C, países con más de 1.500 dólares per cápita (ecuaciones 3, 8 y 13), total de los grupos A, B y C (ecuaciones 4, 9 y 14) y, por último, el grupo D, que incluye a una muestra de todos los países (20) (ecuaciones 5, 10 y 15).

Como resultados del análisis cabe destacar:

a) Respecto a la relación entre crecimiento del PNB y nivel de la deuda pública, se observa, para todas las muestras seleccionadas, una correlación negativa y estadísticamente significativa entre estas dos variables, siendo especialmente fuerte para el grupo C, donde asimismo se detecta un mayor poder explicativo por parte del nivel de la deuda.

b) Para los cinco grupos de países, aparece igualmente una relación negativa y estadísticamente significativa entre la tasa de crecimiento del PNB y la tasa de crecimiento de la proporción de la deuda respecto del PNB. Dicha relación es especialmente intensa para los grupos C y D. La incorporación de una variable ficticia, con el fin de reflejar dentro del período estudiado el impacto del segundo *shock* del petróleo, mejora el poder explicativo del modelo y permite apreciar la influencia negativa sobre las tasas de crecimiento a partir de 1980. Salvo en una muestra, el coeficiente estimado para dicha variable ficticia es estadísticamente significativo.

En el cuadro n.° 13 aparecen recogidos los resultados de las regresiones relativas a las relaciones *b)* y *c)* para los países correspondientes al grupo D.

c) En relación con los determinantes del nivel de la deuda pública aquí considerados (21), puede apreciarse la influencia positiva que sobre el nivel de deuda actual ejercen los de los períodos anteriores. Por otro lado, se detecta una influencia positiva del déficit comercial sobre el nivel de deuda. A su vez, el consumo público aparece relacionado positivamente con dicho nivel, en tanto que la formación bruta de capital lo está negativamente.

d) Por último, en relación a las variables estudiadas relacionadas con el crecimiento del PNB, se observa la influencia positiva

de la formación bruta de capital y, lógicamente, los efectos perniciosos de los niveles de la deuda pública, que se acentúan cuando empleamos la tasa de crecimiento del nivel de la misma. A su vez, el consumo público parece afectar en sentido negativo al crecimiento económico. Asimismo, la variable ficticia resulta significativa, y actúa en el mismo sentido que en el caso *b)* ya referido.

NOTAS

(*) Este trabajo ha sido elaborado con la colaboración de José M. Domínguez Martínez, J. Salvador Gómez Sala, Ana María Sánchez Tejeda y Diego Ruiz Galacho, profesores del Departamento de Economía Aplicada I, de la Universidad de Málaga.

(1) Ver Fuentes Quintana (1969)

(2) Al respecto ver, entre otros: Fuentes Quintana (1963), Medel (1979), Heller (1968), Alvarez Rendueles (1970), Prest (1971), Goode (1984), Wolfson (1979), Chelliah (1971).

(3) Ministerio de Hacienda (1965), Bird y Oldman (1968).

(4) Tanzi (1982), Cagan (1956), Friedman (1942).

(5) Goode (1984).

(6) Para la elaboración de este apartado se han seguido básicamente los trabajos de Musgrave (1985) y de Andel (1986).

(7) Citado por Andel (1986).

(8) Ver Andel (1986).

(9) La equiparación de la concepción de la deuda pública como instrumento de estabilización económica con el keynesianismo es, según Andel (1986), correcta en la medida en que la deuda pública constituye ciertamente un elemento importante de la teoría y la política keynesiana, pero es, al mismo tiempo, algo engañoso, dado que Keynes no realizó ninguna contribución notable al análisis de la deuda y, además, la concepción en cuestión de la deuda aparece en diversos autores anteriores.

(10) Una exposición de los desarrollos recientes de la teoría de la deuda pública puede verse en Wiseman (1986).

(11) Sobre esta cuestión ver: Chouraqui, Jones y Montador (1987), Blinder y Deaton (1985), Seater (1982, 1985), Koskela y Viren (1983), Reid (1985), Kessler, Perelman y Pestieau (1986), Boskin y Kotlikoff (1985), Barro (1974), Kochin (1974), Kormendi (1978), O'Driscoll (1977), Yawitz y Meyer (1976), Buiter y Tobin (1979), Federal Reserve Bank of Boston (1983), Meyer (1983).

(12) Una amplia visión de la evolución de la deuda pública en los países de la OCDE puede verse en Chouraqui, Jones y Montador (1987) y Larosiere (1986).

(13) Los datos utilizados aquí, como advierte Tanzi (1986), hay que tomarlos con precaución, ya que se han utilizado fuentes no estrictamente comparables. Así, existen diferencias en cuanto a las definiciones de los diversos ámbitos del sector público. Por otra parte, al ser cifras expresadas como porcentajes del PIB de los diferentes países, pueden estar sesgadas debido a las dificultades de medición de dicha magnitud en muchos países subdesarrollados.

(14) Este hecho ha ocurrido en países que tienen un sistema financiero sometido a la influencia británica. Ninguno de ellos está entre los más subdesarrollados y muchos de ellos tienen instituciones financieras sofisticadas. Ver Goode (1984).

(15) Los países considerados son los recogidos por el Banco Mundial en sus clásicas *World Debt Tables*.

(16) La deuda de los acreedores oficiales comprende los préstamos de las organizaciones internacionales (Banco Mundial, bancos de desarrollo y otras agencias multilaterales e intergubernamentales) y los préstamos de los gobiernos (incluidos bancos centrales).

(17) Préstamos de suministradores, préstamos de los mercados financieros y préstamos de otras fuentes.

(18) Los países del grupo A son: Benin, República Centroafricana, Etiopía, Gambia, Ghana, Kenya, Madagascar, Malawi, Mali, Mauritania, Ruanda, Senegal, Sierra Leona, Somalia, Tanzania, Togo, Uganda, Zaire, Haití, Bangladesh, Birmania, India, Pakistán, Sri Lanka. El grupo B está integrado por: Bostwana, Camerún, Congo, Costa de Marfil, Egipto, Marruecos, Mauricio, Nigeria, Swazilandia, Túnez, Zambia, Filipinas, Indonesia, Papúa Nueva Guinea, Tailandia, Bolivia, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guayana, Honduras, Jamaica, Nicaragua y Perú. El grupo C lo integran: Gabón, Fiji, Corea, Malasia, Singapur, Argentina, Bahamas, Barbados, Brasil, Chile, México, Panamá, Paraguay, Trinidad y Tobago, Uruguay, Venezuela, Argelia, Jordania, Omán y Siria.

(19) Países incluidos: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa de Marfil, Ecuador, México, Marruecos, Nigeria, Perú, Filipinas, Uruguay, Venezuela y Yugoslavia.

(20) Los países incluidos son: Bostwana, Kenia, Malawi, Marruecos, Túnez, Zaire, Zambia, Fiji, Corea, Pakistán, Filipinas, Singapur, Sri Lanka, Tailandia, Argentina, Brasil, Chile, Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Guatemala, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Uruguay y Venezuela.

(21) Dado que en el trabajo de Tanzi y Blejer (1986) se han estudiado en profundidad las relaciones de los déficit públicos y los tipos de interés con los niveles de deuda pública, en nuestro análisis hemos prescindido de estas variables.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

ALVAREZ RENDUELES, J. R. (1970), «Política fiscal y desarrollo económico», *Revista de Economía Política*, 54.

ANDEL, R. (1986), «Changing concepts of public debt in the history of economic thought», en B.P. Herber (ed.), *Public finance and public debt*, Wayne State University Press, Detroit.

BARRO, R. (1974), «Are governments bonds net wealth?», *Jornal of Political Economy*, 82.

BIRD, R. M., y OLDMAN, O. (eds.) (1968), *La imposición fiscal en los países en desarrollo*, Uteha, México.

BLEJER, M., y KAHN, M. (1984), «Government policy and private investment in developing countries», *Staff Papers*, 31, 2.

BLINDER, A. S., y DEATON, A. (1985), «The time series consumption function revisited», *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.

BOSKIN, M. J., y KOTLIKOFF, L. J. (1985), «Public debt and United States saving: a new test of the neutrality hypothesis», Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 23.

BUCHANAN, J. M. (1955), *Public principles of public debt*, Irwin, Homewood.

BUITER, W. H., y TOBIN, J. (1979), «Debt neutrality: a brief review of doctrine and evidence», en G. M. Furstenberg (ed.), *Social security versus private savings*, Ballinger.

CAGAN, P. (1956); «The monetary dynamics of hyperinflation», en M. Friedman (ed.), *Studies in the quantity theory of money*, University of Chicago Press, Chicago.

CHELLIAH, R. J. (1971), «Politica fiscal en los países subdesarrollados con referencia especial a la India», en Varios Autores, *Política fiscal y procedimientos presupuestarios* FMI-BID-CEMLA, México.

CHOURAQUI, J. C.; JONES, B., y MONTADOR, R. B. (1987), «La dette publique dans une perspective à moyen terme», *Revue Economique de l'OCDE*, 8.

DIETZEL, C. (1855), *Das system der staatsanleihen in zusammenhang der volkwirthschaf betrachet*, Mohr, Heidelberg.

DORNBUSCH, R. (1986), *Dollars, debts and deficits*, MIT Press, Cambridge, Mass.

FEDERAL RESERVE BANK OF BOSTON (1983), *The economics of large government deficits*, Boston.

FRIEDMAN, M. (1942), «Discussion of the inflationary gap», *American Economic Review*, 32.

FUENTES QUINTANA, E. (1963), *Hacienda Pública. Apuntes de Cátedra, 1963-64*, Universidad Complutense, Madrid.

— (1969), «Introducción» a la edición española de R. A. Musgrave, *Teoría de la Hacienda Pública*, Aguilar, Madrid.

GOODE, R. (1984), *Government finance in developing countries*, Brookings Institution, Washington.

HELLER, W. H. (1968); «Políticas fiscales para los países subdesarrollados», en Bird y Oldman (eds.)

HUME, D. (1752), «Of Public credit» en E. Rotwein (ed.), *Hume: writings in Economics*, Nelson, Edimburgo, 1955.

KESSLER, D.; PERELMAN, S. y PESTIEAU, P. (1986), «Public debt, tax and consumption: a test on OECD countries», *Public Finance*, 41, 1.

KOCHIN, L. A. (1974), «Are future taxes anticipated by consumers?», *Journal of Money, Credit a, J Banking*, 6.

KORMENDI, R. C. (1978), *Government debt, government spending and private sector behavior*, Center for Mathematical Studies in business and Economics, Chicago.

KOSKELA, E. y VIREN, M. (1983) *National debt neutrality: some international evidence*. Kyklos, 36, 4.

LAROSIERE, J. de (1986), «Growth on public debt and need for fiscal discipline», en B. P. Herber (ed.), *Public finance and public debt*, Wayne State University Press, Detroit.

LERNER, A. P. (1948), «The burden of the national debt», *en Income, employment and public policy: essays in honor of Alvin Hansen*, Norton, Nueva York.

MEDEL, B. (1979), *Hacienda Pública*, CECA, Madrid.

MELON, J. F. (1734), «Essai politique sur le commerce», reimpreso en M. E. Daire (ed.), *Economistes financiers du XVIIIe siecle*, Guillaumin, Paris, 1843.

MEYER, L. (ed.) (1983), *The economic consequences of government deficit*», Kluwer-Nijhoff, Boston.

MINISTERIO DE HACIENDA (1965), *Sector público y desarrollo económico*, IEF, Madrid.

MUSGRAVE, R. A. (1959), *The theory of public finance*, McGraw Hill, Nueva York (versión castellana, Madrid, Aguilar, 1969).

— (1985), «A brief history of fiscal doctrine», en A. J. Auerbach y M. Feldstein (eds.), *Handbook of Public Economics*,, vol. I, North-Holland, Amsterdam.

NEVIN, E. T. (1965), *La deuda pública y la financiación del desarrollo económico*, en Ministerio de Hacienda (1965).

O'DRISCOLL, G. (1977), «The Ricardian nonequivalence theorem», *Journal of Political Economy*, 85.

PREST, A. R. (1971), *Las finanzas públicas en los países subdesarrollados*», FMI-BID-CEMLA, México.

REID, B. G. (1985), «Government debt, national income and causality», *Applied Economics*, 17.

RICARDO, D. (1817): *The Principles of Political Economy and Taxation*, versión castellana en Ayuso, Madrid, 1973.

— (1820): «Funding system», en P. Sraffa (ed.), *The works and correspondence of David Ricardo*, vol. 8, Cambridge University Press, Cambridge.

SEATER, J. J. (1982), «Are future taxes discounted?», *Journal of Money, Credit and Banking*, 14.

— (1985), «Does government debt matter?, *Journal of Monetary Economics*, 16.

SHOUP, C. S. (1960), *Ricardo on taxation*, Columbia Univesity Press, Nueva York.

SMITH, A. (1776), *A. inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, versión castellana en FCE, Mexico, 1979.

TANZI, V. (1982), «Fiscal desequilibrium in developing countries», *World Development*, 10, 12.

— (1986),«Is there a limit to the size of fiscal deficits in developing countries?», en B. P. Herber (ed.), *Public finance and public debt*, Wayne State University Press, Detroit.

— y BLEJER, M. I. (1986), «Public debt and fiscal policy in developing countries», Documento presentado a la Conferencia de la Asociación Económica Internacional sobre *Economía de la deuda pública*.

WISEMAN, J. (1986), «Public debt and public policy: an evaluation of recent history», en B. P. Herber (ed.): *Public finance and public debt*, Wayne State University Press, Detroit.

WOLFSON, D. J. (1979), *Public finance and development strategy*, Johns Hopkins University Press, Londres.

YAWITZ, J. B., y MEYER, L. H. (1976), «An empirical investigation of the extent of tax discounting», *Journal of Money, Credit and Banking*, 8.

DEUDA PUBLICA, IMPUESTOS Y CRECIMIENTO DEMOGRAFICO

Miguel Angel LOPEZ GARCIA

1. INTRODUCCION (*)

UNA cuestión de crucial importancia de cara al diseño e instrumentación de las políticas gubernamentales reside en el conocimiento de las consecuencias más a largo plazo de los programas de impuestos y gastos públicos. En este sentido, los modelos de generaciones sucesivas o solapadas (*overlapping generations)* constituyen una estructura analítica útil y adecuada para la discusión de esas consecuencias. Podría incluso argumentarse que no es casualidad que este tipo de modelos se haya convertido en un marco ampliamente usado para discutir los efectos del dinero, la deuda pública, la seguridad social, así como diversas formas de imposición.

En particular, desde la contribución seminal de Samuelson (1958) y su aplicación a las cuestiones de la hacienda pública por Diamond (1965), ha existido, y sin duda seguirá existiendo, gran interés por los efectos de la deuda pública en los modelos de generaciones sucesivas. En su versión más simple, en que los individuos ahorran exclusivamente por razones de ciclo vital, la deuda pública se ha analizado, en su relación con la imposición [Diamond (1965), Bierwag, Grove y Khang (1969), Buiter (1979, 1980), Feldstein (1985)], como mecanismo para intentar alcanzar alguna senda de crecimiento óptimo en algún sentido [Stein (1969), Ihori (1978)], así como para tratar algunas cuestiones conexas [Burbidge (1983.a)]. Por otro lado, Barro (1974) ha extendido el modelo de ciclo vital para incluir la posibilidad de que existan vínculos intrafamiliares, reavivando el interés por el denominado «teorema ricardiano de la equivalencia». La discusión de la efectividad de la política de deuda en modelos en que existen transferencias intergeneracionales surgidas de manera voluntaria ha generado toda una serie de teoremas y contrateoremas de equivalencia [Drazen (1978), Buiter (1979, 1980), Carmichael (1982), Burbidge (1983.b), Weil (1987)], e incluso opiniones diversas sobre la propia forma de caracterizar el modelo [Buiter y Carmichael (1984), Burbidge (1984), Hillier y Lunati (1987)].

En este trabajo se discute la interacción de la deuda pública, los impuestos y las variaciones demográficas, y en particular la dinámica comparativa de cambios en la tasa de crecimiento de la población. Las conclusiones surgen de un sencillo modelo de generaciones sucesivas con producción, en el cual los individuos ahorran por razones de ciclo vital y el gobierno mantiene una cierta cantidad de deuda pública. El acento se coloca en los efectos sobre la acumulación de capital, los rendimientos de los factores y el bienestar de los individuos en estados de crecimiento equilibrado.

2. EL MODELO

El marco de referencia básico es el modelo de generaciones sucesivas desarrollado por Diamond (1965) en su extensión de la contribución de Samuelson (1958) a la teoría del crecimiento convencional. Como en todo modelo de crecimiento, deben especificarse la tecnología, la estructura de la población, el comportamiento del ahorro y la forma de intervención pública. La tecnología está representada mediante una función de producción neoclásica con argumentos trabajo y capital, sin progreso técnico. Bajo condiciones competitivas, cada factor recibirá el valor de su producto marginal, de manera que el rendimiento del capital (la tasa de interés) y la tasa de salario serán funciones decreciente y creciente respectivamente de la relación capital por trabajador.

La configuración demográfica es la más sencilla posible. La población está compuesta por individuos idénticos que viven dos períodos. En el primero son activos y ofrecen de forma inelástica una unidad de trabajo, mientras que en el segundo están retirados. Sea L_{t+1} el número de trabajadores en el período $t + 1$ que coexisten con los L_t jubilados (que a su vez fueron jóvenes en el período anterior t). Tendremos que:

$$L_{t+1} = (1 + n)L_t \qquad [1]$$

donde n es la tasa de crecimiento de la población, que se considera positiva o negativa (y en este último caso, evidentemente, mayor que —1).

El ahorro se supone que surge por motivos de ciclo vital con el objeto de transferir poder adquisitivo de los períodos de actividad a los de vejez. Si c^1_t y c^2_{t+1} denotan los consumos en cada período,

las demandas de consumo y la oferta de ahorro (demanda de activos) surgen de la maximización de una función de utilidad, $U = U(c^1_t, c^2_{t+1})$, condicionada a la restricción presupuestaria. Esta última establece la igualdad entre el valor presente del consumo y el valor presente de los recursos vitales (1):

$$c^1_t + \frac{c^2_{t+1}}{(1 + r_{t+1})} = w_t - \tau^1_t - \frac{\tau^2_{t+1}}{(1 + r_{t+1})} \qquad [2]$$

donde w_t es la tasa de salario vigente en el período t, τ^1_t y τ^2_{t+1} los impuestos (de suma global) a que puede tener que hacer frente el individuo en cada período, y r_{t+1} la tasa de rendimiento obtenible sobre el ahorro efectuado en el período t para el t + 1. Este ahorro toma la forma de capital real y bonos gubernamentales. El supuesto de que ambos activos proporcionan la misma rentabilidad asegura que (en este modelo en que no hay incertidumbre) son sustitutos perfectos en las carteras privadas.

Consideremos ahora el comportamiento del sector público. Sean G_{t+1} la deuda pública emitida en el período t (y a devolver a la tasa de interés r_{t+1} en el período t + 1), E_t el volumen de gasto público y T_t los impuestos recaudados, donde todas las variables están expresadas en términos reales y G puede considerarse como deuda menos capital público. Dados los instrumentos financieros contemplados, la restricción presupuestaria gubernamental en el período t es:

$$r_t G_t + E_t = (G_{t+1} - G_t) + T_t \qquad [3]$$

es decir, los desembolsos por el servicio de la deuda más el gasto a financiar serán iguales a los ingresos provenientes de la nueva emisión de deuda más los impuestos. Dividiendo por L_t, y significando por letras minúsculas las variables expresadas en términos por trabajador, [3] puede reescribirse como:

$$(1 + r_t)g_t + e_t = (1 + n)\, g_{t+1} + \tau_t \qquad [4]$$

En este tipo de modelos, al analizar los efectos a largo plazo de la deuda, la cuestión suele plantearse en términos de incidencia diferencial, comparando la financiación de un nivel dado de gasto público mediante deuda o impuestos. Ese gasto puede tomar la forma de consumo corriente (quizás transferencias a parte de la población) o de adquisición gubernamental de capital físico (cuyos rendimientos se distribuyen entre los individuos). En el segundo caso, se trataría de comparar las configuraciones a largo plazo en presencia de deuda y capital públicos y cuando sólo existe capital público. Puesto que la emisión de deuda simultaneada con la compra de capital, al reemplazar inversión privada por inversión pública, no tendría efecto alguno [Diamond (1965), Ihori (1978)], la comparación tendría lugar entre la situación de partida y la que surgiría cuando hay capital pero no deuda.

Alternativamente, el gobierno podría financiar algún pago de transferencia a parte de la población en un período determinado. Si bien la financiación de estas transferencias mediante impuestos tendría efectos a corto plazo, éstos desaparecerían a largo plazo. Habría entonces que comparar la configuración original con la que surgiría cuando existe deuda pero el gasto no tiene un efecto permanente. Sobre la base de que los dos marcos de incidencia diferencial conducirían a las mismas conclusiones cualitativas, la literatura se ha centrado en el segundo de ellos. Por tanto, el análisis se referirá a los efectos de un cambio transitorio en el gasto público, de manera que e_t es nulo en [4] con posterioridad al período en que se efectúa (2).

Por otra parte, y puesto que en una economía en crecimiento los efectos a largo plazo de una cantidad de deuda fija en términos absolutos acabarían por desaparecer, se supone, como en Diamond (1965), que el gobierno mantiene una relación deuda por trabajador constante, de manera que $G_{t+1} = (1 + n)G_t$ y $g_{t+1} = g_t = g$. Los costes de intereses se financian en parte mediante emisiones adicionales y en parte mediante impuestos (3). La cantidad gastada en el período t en exceso de la cantidad que se toma prestada es $(r_t - n)\, G_t$, y en términos por trabajador:

$$\tau_t = (r_t - n)g \qquad [5]$$

Cuando r_t es mayor (menor) que n, el gobierno debe gravar (conceder) impuestos (transferencias). Al igual que en Bierwag, Grove y Khang (1969) e Ihori (1978), durante el período t se recauda $\tau^1_t L_t = (1 - b)(r_t - n)\, G_t$ de la generación joven y $\tau^2_t L_{t-1} = b(r_t - n)G_t$ de la jubilada, donde b es un parámetro de distribución de los impuestos, $0 \leq b \leq 1$. Esto incluye el caso, analizado por Diamond (1965) y Buiter (1980), en que los impuestos sólo recaen sobre los individuos activos (b = 0).

3. ALGUNOS RESULTADOS DE DINAMICA COMPARATIVA

Un equilibrio estacionario (*steady state*) en este modelo es una situación en que la relación capital por trabajador, y con ella los rendimientos de los factores, es constante (4). La restricción presupuestaria individual [2] se convierte entonces en:

$$c^1 + \frac{c^2}{(1+r)} = w - (1-b)(r-n)g - \frac{b(r-n)(1+n)g}{(1+r)} = \hat{w} \quad [6]$$

donde $\hat{w}$ es el valor presente de la renta vital (5). Si los individuos jóvenes anticipan que tendrán que pagar cierto impuesto en su vejez, no sólo ahorrarán por razones de ciclo vital, sino que realizarán una provisión para impuestos. El ahorro bruto de los jóvenes viene dado por $\hat{w} - c^1 + b(r-n)(1+n)g/(1+r)$, y la relación capital por trabajador, k, de equilibrio estacionario verifica (6):

$$(1+n)(k+g) = \hat{w} - c^1 + \frac{b(r-n)(1+n)g}{(1+r)} \quad [7]$$

Tanto $\hat{w}$ como c^1 dependen de b, g y n, de forma que la relación k también lo hará de esas variables. En definitiva, como r es función de k, el rendimiento del capital acabará también dependiendo del parámetro de distribución impositiva, la relación deuda por trabajador y la tasa de crecimiento demográfico. En forma funcional tenemos:

$$r = r(b, g, n) \quad [8]$$

que para valores dados de b y g puede dar lugar a situaciones en que r sea tanto mayor como menor (y excepcionalmente igual) que n [Diamond (1965)].

De análoga manera, el nivel de bienestar conseguible en un estado estacionario también dependerá de esas variables, lo que puede expresarse por medio de una función de utilidad indirecta:

$$U = V(b, g, n) \quad [9]$$

En particular, si $r = n$, la economía se hallaría en la que se ha venido en llamar «regla de oro de la acumulación», que maximiza el bienestar entre todos los estados estacionarios posibles para un valor especificado de n. Si r es diferente de n, la utilidad será necesariamente menor. Nótese que en este tipo de modelos están ausentes las fuentes usuales de ineficiencia y que, sin embargo, el intento de cada individuo para maximizar su propio bienestar puede generar situaciones *no* óptimas.

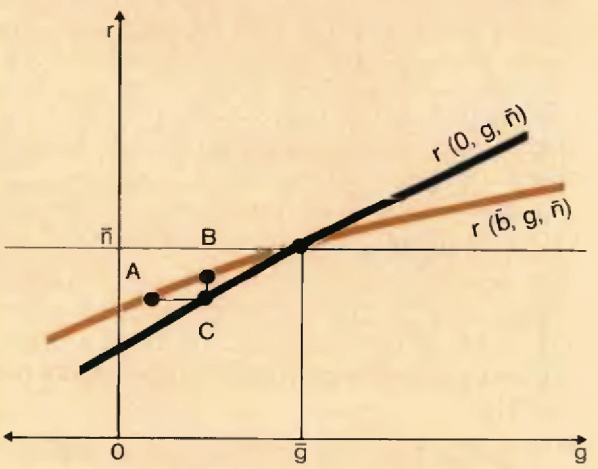
Más concretamente, si $r > n$ y la acumulación de capital es subóptima por defecto, el estado estacionario puede caracterizarse como dinámicamente eficiente porque un aumento de la relación k (o sea una disminución de r en la dirección de la igualdad con n) exigiría el sacrificio de la utilidad de algunas generaciones. Por el contrario, si $r < n$ y la disponibilidad de capital es subóptima por exceso, la senda de crecimiento es ineficiente porque se podría hacer disminuir k (es decir incrementar r) e incluso conseguir que todas las generaciones salieran beneficiadas.

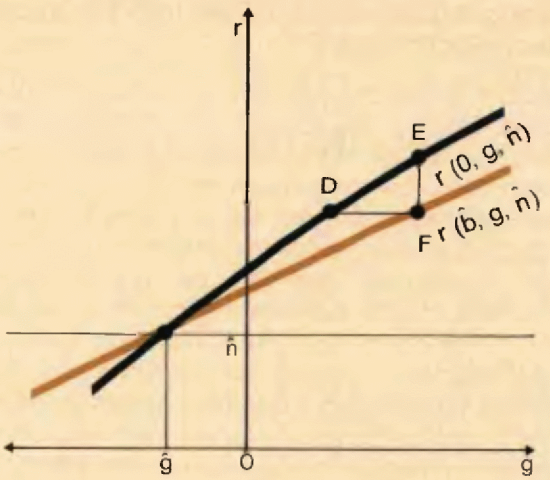
La ineficiencia surge precisamente por el papel dual desempeñado por el ahorro como mecanismo de transferencia intertemporal de recursos y como contrapartida del capital de la economía. Y eso sugiere también la función que puede desarrollar la deuda pública. Si en la situación óptima ($r = n$) difieren el volumen de ahorro generado y la cantidad de capital necesaria para mantenerla, la deuda puede conseguir sustituir activos reales por «papeles de deuda».

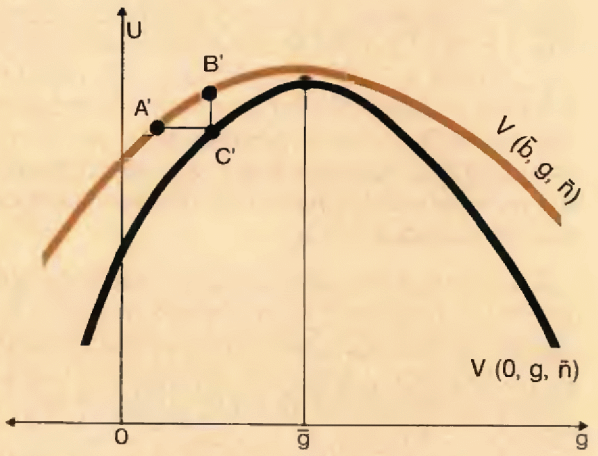
Los efectos de variaciones de b y g en [8] y [9] han sido discutidos por Diamond (1965), Bierwag, Grove, y Khang (1969), Ihori (1978) y Buiter (1980), y a continuación se reseñan brevemente de cara al análisis posterior. En primer lugar, al comparar sendas de crecimiento equilibrado, los aumentos de g, *ceteris paribus,* reducen la relación capital por trabajador y aumentan la tasa de interés. Es decir, las emisiones de deuda pública, al sustituir activos físicos por activos fiduciarios, expulsan capital real. Las consecuencias sobre el nivel de bienestar dependen de si r es mayor o menor que n. Así, si $r > n$ originariamente y la relación k es menor que la óptima, su disminución aleja aún más a la economía de la situación óptima, haciendo bajar la utilidad conseguible a largo plazo. Por el contrario, si $r < n$, una reducción en k comporta un acercamiento a la configuración óptima, y por tanto un incremento en el bienestar (7).

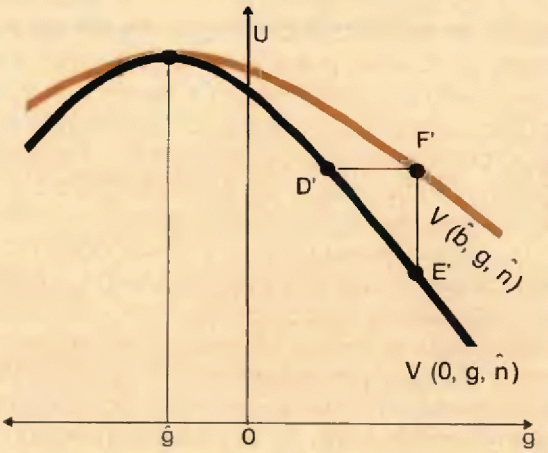
En segundo lugar, aumentos en b, *ceteris paribus,* hacen disminuir (aumentar) el tipo de interés cuando en la situación original r es mayor (menor) que n. Dicho de otra manera, el incremento del porcentaje impositivo de los individuos no activos (que son desahorradores de ciclo vital) y la disminución del porcentaje de los activos (que son ahorradores) hace aumentar la relación capital por

GRAFICO 1









trabajador cuando ésta es subóptima por defecto en la situación de partida, y la reduce cuando lo es por exceso. Como consecuencia, los efectos sobre el nivel de bienestar son claros. Dado que k aumenta cuando $r > n$ y disminuye cuando $r < n$, un incremento en b acerca la economía a la configuración óptima de regla de oro, y hace aumentar el bienestar en cualquier caso (8).

Lo anterior sugiere la posibilidad de usar ciertas modificaciones del parámetro impositivo para intentar neutralizar el impacto de la emisión de deuda. Puesto que si r es mayor (menor) que n la utilidad disminuye (aumenta) cuando aumenta g, y se eleva cuando se incrementa b, los efectos de la deuda sobre la relación capital por trabajador, la tasa de interés y el bienestar estacionarios se podrán compensar mediante la manipulación del parámetro de distribución impositiva. En efecto, en una situación en que $r > n$, el aumento del volumen de deuda requiere el incremento del porcentaje impositivo sobre los jubilados. Por el contrario, cuando $r < n$ en la configuración de partida una mayor cantidad de deuda exige un mayor nivel del porcentaje sobre los individuos activos (9).

De esta manera, la emisión de deuda puede contemplarse como equivalente a una *redistribu-*

ción de suma global entre generaciones, con la consecuencia de que sólo podría afirmarse que la existencia de deuda comporta una «carga» si el gobierno está restringido en el uso de los impuestos [Bierwag, Grove y Khang (1969), Ihori (1978), Atkinson y Stiglitz (1980)].

Resulta tentador comparar la conclusión que surge de este modelo puro de ciclo vital con la del enfoque de las transferencias voluntarias intergeneracionales. En la discusión del «teorema ricardiano de la equivalencia», Barro (1974) ha argumentado que cuando los individuos son ahorradores «dinásticos», ese tipo de transferencias anulará los efectos de la existencia de la deuda. Si, en ausencia de ésta, la generación jubilada realiza legados a la joven, un incremento de las herencias percibidas por ésta neutralizará los efectos de la emisión de deuda. Simétricamente, si los jóvenes efectuan donaciones a sus mayores, una disminución de éstas anulará los efectos de la deuda.

En el presente modelo, si $r > n$, la provisión realizada en la juventud para pagar los impuestos exigidos en la vejez puede considerarse como la realización de un legado, de forma que un aumento en b hace aumentar el ahorro, compensando los efectos de la introducción de la deuda. De igual manera, cuando $r < n$, y de hecho se recibe una transferencia en la vejez, esta transferecia tiene las mismas consecuencias que una donación recibida, de suerte que una disminución en el parámetro impositivo b hace aumentar el ahorro y anula los efectos de la deuda. La neutralidad surge en Barro (1974) porque se dan transferencias intergeneracionales *voluntarias* como consecuencia del altruismo intrafamiliar. En el presente modelo de ciclo vital, por definición, las transferencias voluntarias están excluidas. Sin embargo, a diferencia del caso analizado en Diamond (1965), en que $b = O$ y todos los impuestos recaen sobre los jóvenes, la existencia de impuestos en los dos períodos de vida hace surgir transferencias *coercitivas*, que tienen el mismo resultado de neutralizar los efectos de la deuda pública (10).

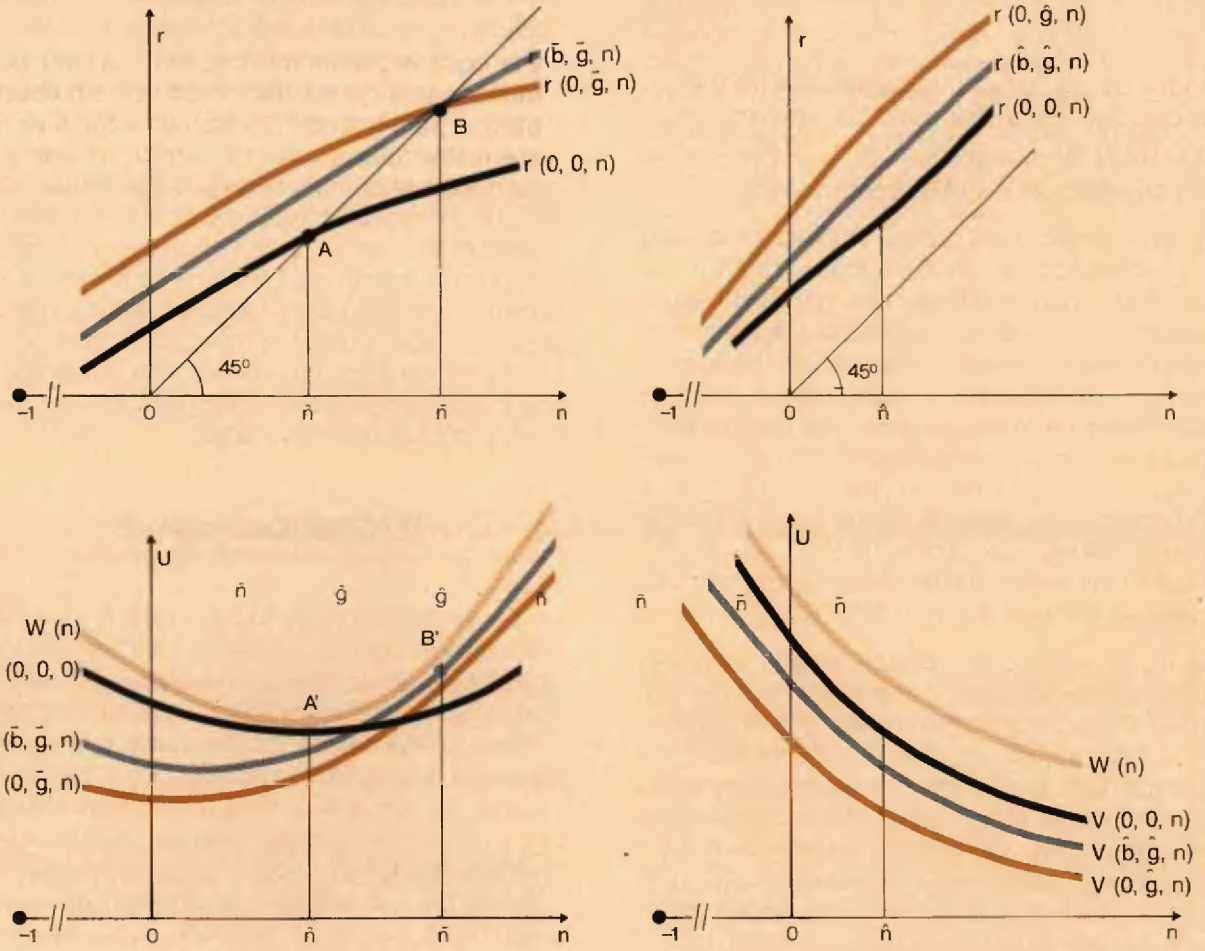
El gráfico 1 ilustra las anteriores proposiciones. En la parte izquierda se muestra una situación en que, sin deuda pública y para la tasa de crecimiento $\bar{n}$, el tipo de interés es menor que $\bar{n}$. A medida que aumenta g (para $b = O$) a lo largo de la curva r $(O.g.\bar{n})$, esa divergencia se va haciendo más pequeña, es nula en $\bar{g}$, y para valores mayores cambia de signo. El incremento del parámetro impositivo de O a $\bar{b}$ hace girar la curva del diagrama superior en el sentido de las agujas del reloj, dando lugar a $r(\bar{b}, g, \bar{n})$. Existe, en cualquier caso, una cantidad positiva de deuda, $\bar{g}$, que permite mantener la regla de oro de la acumulación, asegurando que las curvas $V(O,g,\bar{n})$ y $V(\bar{b}, g, \bar{n})$ del diagrama inferior tienen la concavidad dibujada. Los aumentos en b disminuyen el grado de curvatura de esas curvas y todas alcanzan un máximo en $\bar{g}$. La parte derecha muestra una configuración en que sin deuda pública, y para la tasa $\hat{n}$, el tipo de interés es mayor que $\hat{n}$. Por consiguiente, los incrementos de g alejan la economía de la regla de oro. La consecución de ésta requeriría una deuada negativa $\hat{g}$, lo que puede interpretarse como una situación en que el gobierno presta a los individuos en vez de tomar prestado o bien en que existe un volumen $\hat{g}$ de capital público (11).

El gráfico 1 permite también observar la dirección de los cambios en el parámetro impositivo que neutralizan los efectos de la política de deuda. En una situación de partida como A (A') en la parte izquierda (en que $r < n$), un aumento de g conduciría a B (B'). Una disminución de b que condujera la economía a C (C') mantendría el tipo de interés y el nivel de bienestar. Por el contrario, si la posición original es D (D') en la parte derecha (y $r > n$), el aumento de g llevaría a E (E'), y la restauración de los valores iniciales requeriría una elevación de b que condujera a F (F').

En cuanto a las variaciones en la tasa de crecimiento demográfico, los aumentos de n para valores dados de g y b disminuyen la relación capital por trabajador y elevan la tasa de interés. Una interpretación podría ser que cuanto más joven resulte la estructura de la población mayor será la cantidad de trabajo ofrecida y menor la tasa de salario. Al hacerse más escaso el capital en términos relativos, su rendimiento aumentaría. Debe notarse, sin embargo, que este argumento es, en esencia, de equilibrio parcial, mientras que el resultado enunciado incluye todos los ajustes de equilibrio general.

Los efectos inducidos sobre el nivel de bienestar a largo plazo son mucho menos definidos. En particular, si r es menor o igual que n *en presencia* de deuda en la situación de partida, un aumento en la tasa de crecimiento demográfico eleva la utilidad estacionaria de forma inambigua. Sin embargo, cuando r es mayor que n originariamente, para un volumen dado de deuda, el bienestar puede tanto mejorar como empeorar (12). Adicionalmente, exis-

GRAFICO 2



te una asimetría entre los casos en que existe o no deuda pública. En efecto, cuando *en ausencia* de deuda n es mayor (menor) que r, un ligero incremento en la tasa de crecimiento de la población mejora (empeora) el bienestar estacionario (13).

El resultado parece un tanto contraintuitivo o, al menos, difícil de racionalizar. Indica que en una senda de crecimiento equilibrado sin deuda, en que la economía no está en la regla de oro de la acumulación, una modificación en la tasa de crecimiento demográfico (que nos puede *alejar* de aquélla) acaba por incrementar la utilidad a largo plazo. Si ahora se introduce deuda y la configuración inicial es tal que la acumulación de capital es subóptima por exceso, un aumento de n eleva al bienestar. Alternativamente, si la disponibilidad de capital es subóptima por defecto, tal aumento no tiene un impacto claro sobre el nivel de utilidad.

El gráfico 2 muestra dos posibles relaciones entre el tipo de interés estacionario, cuando *no* existe deuda, y la tasa de crecimiento de la población. En la parte izquierda se observa que para tasas de crecimiento mayores (menores) que ñ se cumple que r(O,O,n) es menor (mayor) que n, siendo ambas iguales en A (nótese la línea de 45°, r = n). La curva V(O,O,n), que representa el bienestar en

ausencia de deuda, alcanza por tanto un mínimo en A' para la tasa ñ, y tiene forma de U. La introducción de una cantidad de deuda pública por trabajador $\bar{g}$ con b = O dará lugar a las curvas r (O, $\bar{g}$,n) y V (O,$\bar{g}$, n). Un aumento del parámetro impositivo hace rotar la curva r (b,$\bar{g}$,n) alrededor del punto B en el sentido opuesto de las agujas del reloj. Así, el paso de O a b genera las curvas r (b,$\bar{g}$,n) y V (b,$\bar{g}$,n) aumentando el bienestar para toda tasa de crecimiento (excepto para ñ en B' en que no varía). Puede observarse también que los alejamientos de la regla de oro son coherentes con el aumento de la utilidad estacionaria.

La parte derecha del gráfico 2 ilustra el caso en que, en ausencia de deuda pública, r(O,O,n) es mayor que n para *cualquier* tasa de crecimiento. La curva V(O,O,n) es ahora siempre decreciente, de manera que cuando no existe deuda los aumentos de n se manifiestan en disminuciones del bienestar estacionario. Para la tasa $\hat{n}$, la introducción de una cantidad de deuda positiva con b = O alejaría aún más a la economía de la regla de oro, cuya consecución requeriría deuda pública negativa o la acumulación de capital público. Un valor $\hat{g}$ cuyos efectos más que compensan los de $\hat{b}$ podría generar las curvas r ($\hat{b}$,$\hat{g}$,n) y V ($\hat{b}$, $\hat{g}$,n).

De nuevo se suscita la posibilidad de relacionar estas proposiciones con otros resultados de la literatura. En particular, Samuelson (1975) avanzó que existía una tasa «óptima» de crecimiento de la población que presuntamente proporcionaría el máximo bienestar estacionario entre todas las reglas de oro asociadas a diferentes valores de n. Formalmente, esto puede modelizarse como la elección de cierta tasa ñ que maximizaría una función U = W (n) que depende exclusivamente de la tasa de crecimiento demográfico. Sin embargo, Deardorff (1976) demostró que, en general, no existía tal tasa óptima. Más aún, las condiciones obtenidas por Samuelson (1975) respecto a ñ podían estar asociadas a un *mínimo* de bienestar (la curva tendría por tanto forma de U), aspecto reconocido posteriormente por el propio Samuelson (1976).

En base a la expresión [8], las diversas reglas de oro en que r = n serán tales que:

$$n = r\,(b,g,n) \qquad [10]$$

Esto puede interpretarse, en términos del modelo anterior, como el resultado de la determinación *óptima* de b y g para un valor dado de n,g = g (b,n) como forma funcional. Puesto que existe un esquema de impuestos que permite neutralizar los efectos de la deuda, existirá en concreto un valor de g (positivo o negativo) que para b = O consigue la regla de oro, g = g(O,n). Por tanto, usando [9]:

$$U = V\,[O,g\,(O,n),\,n] = W\,(n) \qquad [11]$$

lo que genera una función que hace depender la utilidad estacionaria tan sólo de la tasa de crecimiento de la población. De hecho, como ilustran las tangencias que tienen lugar en el punto B' de la parte izquierda del gráfico 2, esa función es la envolvente de las curvas V (b,g,n). La tasa ñ, precisamente aquella que asegura que la ausencia de deuda consigue la regla de oro, comporta en A' un bienestar menor que cualquier otra. Y ello contando que exista, lo cual puede no ser el caso, como muestra la parte derecha del diagrama. En esa situación, cuanto mayor sea la tasa de crecimiento de la población menor será el máximo nivel de utilidad alcanzable, nivel que además requeriría una cantidad de deuda negativa.

4. COMENTARIOS FINALES

En la discusión de los resultados que surgen del modelo anterior no deben olvidarse las fuertes idealizaciones en que están basados. En particular, las conclusiones se refieren a la dinámica comparativa, sin considerar los procesos temporales de ajuste entre equilibrios estacionarios. Se han comparado las sendas de crecimiento equilibrado de una economía cerrada cuando varían la deuda pública, la distribución intergeneracional de los impuestos y la tasa de crecimiento de la población, pero ello se ha hecho a costa de abstraer algunos aspectos importantes. La deuda pública por trabajador se suponía constante, los impuestos eran de suma global y la estructura demográfica no podía ser más sencilla. Con todo, el modelo proporciona algunas ideas sobre la interacción de esas variables en una economía en crecimiento, y en ese sentido las conclusiones pueden ser relevantes cuando se realiza un análisis a largo plazo.

NOTAS

(*) El presente trabajo incorpora una exposición no formalizada de los resultados de la comunicación presentada por el autor al seminario *La nueva era de la deuda pública en España,* de la UIMP, Santander, 1987, y cuya versión inglesa ha aparecido recientemente en *Economics Letters* [López García (1987)]. Ambos trabajos constituyen parte de una investigación más amplia financiada por la Fundación FIES de la CECA.

(1) Aunque se supone que la oferta de trabajo es inelástica, los resultados pueden extrapolarse directamente al caso en que exista una decisión trabajo-ocio en la juventud.

(2) En Feldstein (1985) se utiliza el mismo modelo básico para analizar un cambio permanente en el nivel de gasto público por trabajador. Feldstein argumenta que si r es mayor que n, un aumento permanente del gasto no puede financiarse con una elevación de la deuda, sino con una disminución a largo plazo, lo que comporta mayores impuestos durante cierto tiempo.

(3) Este supuesto permite excluir algunas situaciones de explosividad de la deuda. Consideremos el caso en que el gobierno desea mantener cierto nivel del déficit neto de intereses, $d = e - \tau$, de manera que el déficit se financia enteramente mediante emisiones de deuda, y [4] se convierte en $(1 + n)\, g_{t+1} = (1 + r_t)\, g_t + d$. Si, para simplificar, suponemos que r es constante, tenemos:

$$g_{t+1} = \frac{(1 + r)}{(1 + n)}\, g_t + \frac{d}{(1 + n)}$$

una ecuación en diferencias de primer orden en g. Existe una solución estacionaria estable si $\partial\, g_{t+1}/\partial\, g_t = (1 + r)/(1 + n) < 1$, es decir, si $r < n$. En este caso, la deuda por trabajador converge al valor $\bar{g} = d/(n - r)$. Por el contrario, si $r > n$ la secuencia de valores g_t no converge y crece sin límite. Véase, a este respecto, Burbidge (1983.a).

(4) En presencia de progreso técnico aumentativo del trabajo a tasa h, la relación capital por trabajador y la tasa de salario crecerían a la tasa h, mientras que el rendimiento del capital y el cociente capital por trabajador, medido en unidades de eficiencia, serían constantes. Las proposiciones posteriores, basadas en comparaciones entre r y n, pueden en este caso extenderse a la relación entre r y $(h + n + hn)$, si bien debe excluirse la posibilidad de una elección trabajo-ocio.

(5) Nótese que los individuos jóvenes, en el período t, pagan $\tau^1_t L_t = (1 - b)(r_t - n) G_t$ en total y $\tau^1_t = (1 - b)(r_t - n)g$ cada uno de ellos, mientras que cuando son jubilados, en el $t + 1$, deben satisfacer $\tau^2_{t+1} L_t = b(r_{t+1} - n)G_{t+1}$, o sea, $\tau^2_{t+1} = b\,(r_{t+1} - n)\,(1 + n)\, g$ cada uno.

(6) En este modelo existen tres mercados, el de trabajo, el de consumo y el de activos. La condición de equilibrio en el periodo t puede expresarse como la igualdad entre el ahorro efectuado por la generación joven, $[\hat{w}_t - c^1_t + b\,(r_{t+1} - n)\,(1 + n)\, g/(1 + r_{t+1})]L_t$, y el capital más la deuda en el periodo $t + 1$, $K_{t+1} + G_{t+1}$. La ecuación [7] es la versión estacionaria de esta igualdad, donde $k = K_{t+1}/L_{t+1}$, $g = G_{t+1}/L_{t+1}$, y se ha hecho uso de [1].

(7) Puede conseguirse una ilustración del porqué del resultado denominando $p = \tau^1 + \tau^2/(1 + r)$ al valor presente de los impuestos (o transferencias) en [6]. Si r es mayor (menor) que n, la emisión de deuda eleva p y hace disminuir (aumentar) el valor presente de la renta vital $\hat{w}$. En realidad, el argumento es más complicado, pues si bien varía $\hat{w}$, también lo hace r, el rendimiento del ahorro (y por tanto el «precio» del consumo en el segundo período de vida). Sin embargo, teniendo en cuenta ambos efectos, se verifica en [8] y [9] que $\partial r/\partial g > 0$ y que $\partial V/\partial g \gtrless 0$ según $r \lesseqgtr n$.

(8) En efecto, si existe subacumulación (sobreacumulación) de capital y los impuestos son positivos (negativos), tanto la disminución (aumento) del gravamen (transferencia) en el periodo activo como el aumento (disminución) en el periodo pasivo operan en la dirección de elevar (disminuir) el ahorro. Para un volumen dado de deuda pública, ello hará subir (bajar) la acumulación de capital. En términos de [8] y [9] se cumple que $\partial r/\partial b \lesseqgtr 0$ según $r \gtrless n$ y que $\partial V/\partial b > 0$ tanto para r mayor o menor que n, siendo nula cuando son iguales. Así, una modificación marginal en b cuando $r = n$ no tiene efecto alguno, pues los pagos de intereses son iguales a la nueva emisión de deuda. Esto último también se aplica en la nota anterior para $\partial V/\partial g$.

(9) A partir de la restricción presupuestaria [6], puede observarse que las variaciones de b y g, que para valores dados de w y r mantienen inalterado el valor presente de los impuestos $p = \tau^1 + \tau^2/(1 + r)$, y por tanto la renta vital, verifican:

$$\frac{\partial b}{\partial g} = \frac{(1 - b)(1 + r) + b(1 + n)}{(r - n)g}$$

Por supuesto, este razonamiento es puramente ilustrativo, pues toma como fijos los valores de w y r. Sin embargo, puede demostrarse que éste es el resultado cuando se incorporan todas las relaciones de equilibrio general. Así, $\partial b/\partial g$ será positiva (negativa) si r es mayor (menor) que n.

(10) De hecho, no es de extrañar que las relaciones entre r y n, que indican las situaciones de «legados» y «donaciones» obligatorios en este modelo, sean las mismas que obtienen Buiter (1980) y Carmichael (1982) cuando existen legados de padres a hijos y donaciones de hijos a padres surgidos sobre una base voluntaria.

(11) Si se diera la circunstancia de que $n = r$ en ausencia de deuda, la cantidad óptima de ésta sería nula. En términos del gráfico 1, las curvas de la parte inferior alcanzarían su máximo en su intersección con el eje de ordenadas.

(12) Una forma intuitiva de interpretar esta diferencia es como sigue. La derivada parcial de valor presente de los impuestos o transferencias, $p = \tau^1 + \tau^2/(1 + r)$, respecto a n es $g + (n - r)$ $2bg/(1 + r)$, cuyo signo es positivo si $n \geq r$, pero indeterminado en caso contrario. Por supuesto, esta argumentación es poco rigurosa, pues toma r como fija y desatiende los cambios en w, cuando de hecho, si se modifica n, también lo hará r(b,g,n) en la expresión [8]. Sin embargo, los resultados enunciados incorporan las variaciones endógenas en el tipo de interés inducidas por la modificación de la tasa de crecimiento de la población. En términos de [8] y [9] se verifica que $\partial r/\partial n > 0$ y que, cuando $g > 0$, $\partial V/\partial n > 0$ si $r \leq n$ y $\partial V/\partial n \gtrless 0$ si $r \geq n$, quedando indeterminado el signo en este caso.

(13) Cuando no existe deuda, es decir, evaluando $\partial V/\partial n$ para $g = 0$, esta derivada tiene el mismo signo que la diferencia entre n y r.

REFERENCIAS

Atkinson, A. B. y Stiglitz, J. E. (1980), *Lectures on Public Economics*, McGraw-Hill, Londres.

Barro, R. J. (1974), «Are Government Bonds Net Wealth?, *Journal of Political Economy* Vol. 82, pp. 1095-1117.

Bierwag, G. O., Grove, M. A. y Khang, C. (1969), «National Debt in a Neoclassical Growth Model: Comment», *American Economic Review*, Vol. 59, pp.205-210.

Buiter, W. H. (1979), «Government Finance in an Overlapping Generations Model with Gifts and Bequests», en G. M. Von Furstenberg (Ed.), *Social Security versus Private Saving*, Ballinger, Cambridge, Massachusetts, pp. 395-429.

— (1980), «'Crowding' Out of Private Capital Formation by Government Borrowing in the Presence of Intergenerational Gifts and Bequests», *Greek Economic Review*, Vol. 2, pp.111-142.

Buiter, W. H. y Carmichael, J. (1984), «Government Debt: Comment», *American Economic Review*, Vol. 74, pp. 762-765.

Burbidge, J. B. (1983.a), «Social Security and Savings Plans in Overlapping Generations Models», *Journal of Public Economics*, Vol. 21, pp. 79-92.

— (1983.b), «Government Debt in an Overlapping-Generations Model with Bequests and Gifts», *American Economic Review*, Vol. 73, pp. 222-227.

— (1984), «Government Debt: Reply», *American Economic Review*, Vol. 74, pp. 766-767.

Carmichael, J. (1982), «On Barro's Theorem of Debt Neutrality: The Irrelevance of Net Wealth», *American Economic Review*, Vol. 72, pp. 202-213.

Deardorff, A. V. (1976), «The Optimum Growth Rate for Population: Comment», *International Economic Review*, Vol. 17, pp. 510-515.

Diamond, P. A. (1965), «National Debt in a Neoclassical Growth Model», *American Economic Review*, Vol. 55, pp. 1126-1150.

Drazen, A. (1978), «Government Debt, Human Capital, and Bequests in a Life Cycle Model», *Journal of Political Economy*, Vol. 86, pp. 505-516.

Feldstein, M. S. (1985), «Debt and Taxes in the Theory of Public Finance», *Journal of Public Economics*, Vol. 28, pp. 233-245.

Hillier, B. y Lunati, M. T. (1987), «On Nash versus Stackelberg Strategies and the Conditions for Operative Intergenerational Transfers», *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 34, pp. 91-96.

Ihori, T. (1978), «The Golden Rule and the Role of Government in a Life Cycle Growth Model», *American Economic Review*, Vol 68, pp. 389-396.

López García, M. A. (1987), «Public Debt and Demographic Growth in an Overlapping Generations Model», *Economics Letters*. Vol. 24, pp. 197-201.

Samuelson, P. A. (1958), «An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money», *Journal of Political Economy*, Vol. 66, pp. 467-482.

— (1975), «The Optimum Growth Rate for Population», *International Economic Review*, Vol. 16, pp. 531-538.

— (1976), «The Optimum Growth Rate for Population: Agreement and Evaluations», *International Economic Review*, Vol. 17, pp. 516-525.

Stein, J. L. (1969), «A Minimal Role of Government in Achieving Optimal Growth», *Economica*, Vol. 36, pp. 139-150.

Weil, P. (1987), «Love Thy Children. Reflections on the Barro Debt Neutrality Theorem», *Journal of Monetary Economics*, Vol. 19, pp. 377-391.



DEUDA PUBLICA Y HACIENDA PUBLICA

James M. Buchanan y Marilyn R. Flowers



UN PROGRAMA DE POLITICA FISCAL

Robert J. Barro

PAPELES
DE ECONOMIA ESPAÑOLA

DEUDA PUBLICA Y HACIENDA PUBLICA

James M. Buchanan y Marilyn R. Flowers

LA deuda pública ha sido lamentablemente menospreciada por la mayoría de los modernos estudiosos de la hacienda pública. Y ello es así a pesar de que el endeudamiento estatal constituye una significativa fuente de ingresos para la mayor parte de las democracias occidentales, y a pesar de que la cuestión de qué es lo que debe hacerse (si es que algo puede hacerse) con la financiación de los déficit crónicos es uno de los más importantes problemas en la agenda política de Estados Unidos y, probablemente, de muchos otros países. Dentro de la profesión económica, el análisis de las implicaciones de la deuda pública se ha relegado casi exclusivamente a la esfera de competencia de los macroeconomistas, con su pertinente énfasis en el debate entre keynesianos y no keynesianos sobre la riqueza neta asociada a las obligaciones del Estado.

En el presente trabajo exploraremos las implicaciones que para la hacienda pública tiene la deuda pública. En particular, estamos interesados en el uso potencial de la deuda pública como medio de efectuar una transferencia intergeneracional desde los no nacidos a los que viven actualmente. La evaluación de este aspecto de la actividad estatal no puede progresar independientemente del debate macroeconómico sobre la eficacia de la política fiscal. En la medida en que las obligaciones del Estado constituyen riqueza neta, tal riqueza se obtiene, en su mayor parte, a expensas de futuras generaciones de contribuyentes. No obstante, lo que a nosotros nos interesa es el endeudamiento estatal como mecanismo de transferencia más que como instrumento de estabilización. Nuestro análisis está inspirado por una perspectiva de elección pública y, en última instancia, constitucional. Es decir, cualquier análisis de las implicaciones positivas y normativas de la deuda pública ha de basarse en una modelización del gobierno y del proceso político, si es que se quiere que aporte la luz necesaria. El aspecto constitucional está en relación con la posibilidad y la forma de alterar las reglas del juego, a fin de limitar la comprobada proclividad de los políticos democráticos a gastar sin exigir impuestos.

Nuestro análisis se desarrollará a través de las siguientes líneas. Empezaremos por un examen de las consecuencias intertemporales de la deuda pública, incluido un resumen del debate acerca de la localización en el tiempo de la carga de la deuda. Nuestro propósito aquí es el de clarificar la importancia de la deuda pública como mecanismo potencial para llevar a cabo una distribución intergeneracional. Luego pasaremos a la política de la deuda pública. ¿Bajo qué circunstancias considerarán conveniente los políticos democráticos recurrir a la financiación del gasto público ordinario con deuda y no con impuestos? Este análisis establecerá la base para nuestra discusión de las implicaciones constitucionales de la deuda pública. Lo que nos interesa es la justificación normativa de las restricciones constitucionales a la capacidad de endeudamiento del Estado. Tal justificación habrá de surgir de un deseo de proteger los intereses de los no nacidos, que se hallan privados de derechos en la actual política mayoritaria.

CONSECUENCIAS INTERTEMPORALES DE LA DEUDA PUBLICA

La deuda pública ha de reembolsarse tarde o temprano. Si el Estado toma un dólar en préstamo

hoy, incurre simultáneamente en una obligación futura de recaudar impuestos de un valor actual igual. Interpretada desde una perspectiva intertemporal agregada, la emisión de deuda pública significa propiamente un medio de posponer, más que de evitar, la fiscalidad. A lo largo de la prolongada historia del debate sobre la deuda pública, este nexo fundamental entre endeudamiento corriente y fiscalidad futura ha sido reconocido por todos los participantes. Lo que se discutía es la interpretación de las implicaciones que conlleva tal conexión. El estímulo inicial al moderno debate entre economistas sobre la deuda pública fue aportado por los primitivos keynesianos, cuando adoptaron una interpretación previamente desacreditada de la localización intertemporal de la carga de la deuda (1). La doctrina generalmente aceptada antes de la revolución keynesiana sostenía que el endeudamiento del Estado proporcionaba un medio de transferir la carga del gasto público desde las actuales a las futuras generaciones de contribuyentes. Sin rechazar el nexo entre endeudamiento corriente y fiscalidad futura, los keynesianos pusieron en tela de juicio la proposición que afirmaba que los impuestos futuros constituían un reflejo legítimo de cualquier «carga» o coste del gasto público actual. Su razonamiento era engañosamente simple. En el momento en que el Estado se dedicaba a la producción de algún bien público, los recursos productivos habían de sustraerse de otros usos alternativos en el sector privado. Para los primeros keynesianos, los bienes y servicios que esos recursos hubieran podido producir en el sector privado representaban el coste de oportunidad del gasto estatal. La decisión del gobierno de producir más tanques para el ejército, por ejemplo, significaba que habría menos recursos corrientemente disponibles para producir manzanas o automóviles. Esta sustitución de gasto está presente sea cual fuere el método empleado por el gobierno para conseguir los tanques. Los impuestos futuros necesarios para amortizar la deuda pública representaban una transferencia de los contribuyentes en su conjunto a los tenedores de obligaciones del Estado. A la sociedad en su conjunto no se le imponía ninguna carga neta, a no ser que la titularidad de la deuda fuera externa, en cuyo caso los contribuyentes domésticos estarían efectuando una transferencia de poder adquisitivo en favor de los extranjeros tenedores de obligaciones.

El error metodológico crucial en este planteamiento de la deuda pública surgía de una confusión entre coste subjetivo y coste objetivo. Los primitivos keynesianos se concentraron exclusivamente en la dimensión objetiva, medida en términos de transferencia física de recursos desde el sector privado al público. Sin embargo, el coste de oportunidad desde la perspectiva relevante de *influencia en la elección* es un concepto subjetivo. Los individuos efectúan elecciones basándose en su percepción del valor a que se renuncia con las alternativas desechadas. La pregunta que hay que formularse es en qué punto del tiempo perciben los miembros de una sociedad que existe una carga derivada del gasto público financiado con deuda. En el momento en que se realiza el gasto, nadie tiene razones para percibir ningún sacrificio corriente como consecuencia de tal gasto. La venta de obligaciones por parte del Estado constituye una operación enteramente voluntaria. Los compradores están simplemente reajustando la composición de sus carteras financieras. El Estado, actuando como agente del conjunto de contribuyentes, está organizando el aplazamiento efectivo de los impuestos. Medido en la dimensión de utilidad, el sacrificio exigido por el uso de recursos por parte del Estado se aplaza hasta aquel punto en el tiempo en el que resulta obligatorio recaudar impuestos para reembolsar la deuda.

El análisis de los primeros keynesianos no se hallaba informado por los sofisticados modelos de elección intertemporal que apuntalan la moderna macroeconomía. Es interesante observar este debate de hace 30 años sobre la carga de la deuda desde una perspectiva actual. Entonces, como ahora, una cuestión básica en macroeconomía era saber si la sustitución de la deuda por impuestos en la financiación del gasto público podía estimular el consumo privado. Ahora bien, mientras los primeros keynesianos se interesaron por la vinculación entre renta corriente disponible y consumo corriente, los modernos estudiosos se preocupan por la relación entre riquezas percibidas y consumo y, en consecuencia, por el efecto de la financiación con deuda sobre la primera de esas variables. Este cambio de énfasis fuerza al estudioso a abordar la cuestión de cómo los contribuyentes actuales ven las futuras implicaciones fiscales de cualquier variación en la deuda pública en circulación. ¿Es que los impuestos futuros se capitalizan en la riqueza percibida de los contribuyentes actuales? Si es así, la política fiscal descrita no puede modificar las restricciones presupuestarias intertemporales de los individuos y, por tanto, no afectará a la demanda agregada.

Visto desde esta perspectiva, parece existir un cierto grado de ironía en los argumentos de los primeros keynesianos de que la carga de la deuda pública no puede trasladarse al futuro. Si la política fiscal keynesiana ha de ser efectiva, debe de existir una percepción, al menos por parte de algunos individuos, de que el endeudamiento del Estado es un medio de trasladar a otros la carga del gasto público actual. En la medida en que la esperanza de vida de los individuos sobrepasa el período de tiempo durante el cual deben recaudarse impuestos para amortizar la deuda, la percepción de un incremento de riqueza como consecuencia del aumento de la deuda pública solamente puede ser reflejo de una subestimación de las obligaciones fiscales futuras. Desde un punto de vista realista, en un mundo en el que las generaciones se solapan, muchos individuos que disfrutan de mayores rentas corrientes disponibles gracias a la decisión del Estado de endeudarse no estarán vivos cuando hayan de pagarse los impuestos. No es necesaria ilusión fiscal alguna para que esos individuos reconozcan que el endeudamiento del Estado les otorga una oportunidad real de aumentar su consumo vital. Este aumento se produce a expensas de futuras generaciones de contribuyentes, que deberán soportar la carga del servicio de la deuda.

DEUDA PUBLICA Y HACIENDA PUBLICA

Hasta ahora, el análisis se ha centrado en las implicaciones macroeconómicas del endeudamiento estatal. Los modernos estudiosos de la hacienda pública suelen restar énfasis a la política de estabilización, optando por concentrarse en cambio en las actividades asignativas y distributivas del sector público. Tal división de trabajo entre macroeconomistas y hacendistas sólo tiene sentido en la medida en que no se pasen por alto las interrelaciones entre las distintas actividades.

En su famoso tratado sobre hacienda pública, Richard Musgrave (Musgrave, 1959) propuso una separación conceptual del sector público en tres «ramas», cada una de ellas con responsabilidad independiente sobre las funciones asignativa, distributiva y de estabilización del Estado. Aunque el planteamiento de Musgrave cumplió una función expositiva muy útil, ha tenido una relevancia muy limitada en lo que respecta a mejorar el grado de comprensión del comportamiento real de las instituciones políticas democráticas. Ningún Estado se organiza realmente con arreglo a las líneas postuladas por Musgrave, y en la actualidad las tres funciones que asignó al sector público tienden a entrelazarse. Tal interconexión no es un reflejo de inmutables «leyes» económicas, sino más bien la consecuencia de las instituciones políticas democráticas. Tal conexión existe entre política de estabilización y actividad de transferencias, en el sentido de que el advenimiento de la política de estabilización keynesiana amplió el potencial de las instituciones políticas democráticas para explotar las posibilidades de transferencia intergeneracional de la deuda pública.

La opción entre financiar el gasto público con deuda o con impuestos constituye una decisión política, y como tal ha de ser analizada. El no considerar las ramificaciones políticas que conlleva el permitir a los políticos democráticos un acceso sin limitaciones al endeudamiento ha constituido un importante y, para algunos, trágico fallo en muchos de los análisis sobre la deuda pública. El primitivo análisis keynesiano, en particular, destruyó una restricción moral implícita contraria a que el Estado recurriera a la financiación con deuda, desencadenando la aparición de modernos regímenes con un endeudamiento público casi ilimitado, y la consiguiente transferencia masiva de riqueza desde las generaciones futuras a la actual (2).

En la mayoría de las democracias occidentales, y desde luego en Estados Unidos, parecía existir, con anterioridad a la revolución keynesiana, una implícita, pero efectiva, restricción política contraria al recurso del Estado al endeudamiento. Esa restricción solamente se suavizaba en circunstancias extraordinarias, como en caso de guerra, cuando había que efectuar cuantiosos gastos públicos de carácter temporalmente limitado. Incluso entonces existía la expectativa, usualmente cumplida, de que la deuda sería retirada una vez prevalecieran de nuevo las circunstancias normales. Tal restricción era de carácter implícito porque se derivaba de las actitudes de los ciudadanos corrientes con derecho a voto. Las personas individuales creían que el Estado tenía la misma obligación que la familia de vivir con arreglo a sus medios. Los déficit persistentes se consideraban como prueba de despilfarro presupuestario, y se esperaba que los políticos responsables de tales déficit habrían de ser censurados por sus votantes.

Como se ha sostenido antes, la desaprobación pública del endeudamiento del Estado constituía

una restricción moral de escaso contenido racional (3). La tentación, ofrecida por la deuda pública, de permitir a los individuos consumir en el presente a expensas de las futuras generaciones seguramente se hallaba lo suficientemente madura como para explotarla. La revolución keynesiana presentaba una oportunidad ideal para ello, porque parecía introducir una justificación del endeudamiento público como medio de cumplir el deseable objetivo social del pleno empleo. Y, lo que era más importante, los primeros keynesianos sintieron claramente la necesidad de acabar con la aversión del público a los déficit si querían disponer de una oportunidad legítima para que sus consejos sobre política fiscal resultaran aceptables a los cargos políticos electos. La interpretación de la carga de la deuda pública que adoptaron era un complemento de este objetivo, porque lo que hacía esencialmente era trivializar las implicaciones impositivas futuras del endeudamiento actual. En este sentido, quizás resulte ilegítimo criticarlos por mostrarse absolutamente ingenuos ante el proceso político. Su ingenuidad se podía entender más bien como incapacidad para comprender todas las implicaciones que conllevaba la destrucción de la norma implícita favorable al equilibrio presupuestario. No llegaron a prever que los políticos electos habrían de mostrarse muy selectivos en su disposición a aceptar los consejos de los economistas por lo que respecta a la gestión de la política fiscal.

La revolución keynesiana, en efecto, destruyó la fe de los ciudadanos corrientes en su capacidad para controlar una gestión responsable del fisco sobre la base de un equilibrio presupuestario observado. Un desequilibrio presente puede ser necesario para evitar un retorno a los tan recordados horrores de la gran depresión. A medida que los argumentos keynesianos se fueron sofisticando, fueron apareciendo en escena normas más complejas de equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo económico, o el denominado equilibrio presupuestario de pleno empleo. No resulta sorprendente que el ciudadano corriente abandonara sus intentos de evaluar el comportamiento de sus representantes electos sobre la base de la relación global entre ingresos y gastos. Liberados de esta restricción, los políticos democráticos sucumbieron a la tentación natural de satisfacer las demandas de sus votantes de más programas de gasto público y menos impuestos, puesto que habían dejado de ser incongruentes. Esta capacidad de respuesta no se vio moderada por consideraciones de política fiscal, en el sentido de que, aunque los políticos aceptarían de buen grado los consejos de sus expertos economistas cuando se propusiera una política fiscal expansionista, se mostrarían en cambio extremadamente reticentes a aceptar restricciones presupuestarias en forma de mayores impuestos y/o menos gastos cuando el modelo keynesiano sugiriera la conveniencia de tales medidas.

LA DEUDA PUBLICA Y LA CONSTITUCION

Una transferencia intergeneracional desde los no nacidos a los vivos nunca podría producirse en el entorno voluntario del sector privado. La institución de la deuda pública, en cambio, proporciona un medio para que la política estatal lleve a cabo tal transferencia. Como se constata con generalidad, las democracias modernas llevan a cabo este tipo de política, tanto mediante la venta de obligaciones del Estado para financiar gastos del sector público como mediante otros métodos menos explícitos, pero igualmente importantes. Un ejemplo de estas últimas modalidades lo tenemos en la financiación de programas públicos de jubilación como el de la seguridad social norteamericana, mediante la retención de impuestos a medidda que se perciben los ingresos. Las prestaciones prometidas a los futuros jubilados con arreglo a ese programa constituyen una inmensa creación de deuda pública implícita porque, descartando la quiebra del sistema, los futuros trabajadores deberán ser gravados con impuestos para cumplir esas promesas. ¿Qué implicaciones tiene ese tipo de políticas?

La política de las transferencias constituye un área fascinante y difícil para el teórico de la política. Los argumentos normativos en favor de una cierta actividad redistributiva del Estado han sido sostenidos desde diversas perspectivas, incluido nuestro propio planteamiento contractualista. La dificultad reside en el diseño institucional. El «mayoritarismo» ilimitado ofrece un obvio potencial de abuso del poder coercitivo del Estado para redistribuir la riqueza. ¿De qué naturaleza habrían de ser las instituciones políticas que permitieran una actividad redistributiva, normativamente atractiva, derivada, por ejemplo, del altruismo, mientras al mismo tiempo limitaran la «búsqueda de rentas»?

La ausencia de representación de las futuras generaciones en el proceso político actual constituye un aspecto único de la política redistributiva

de la deuda pública. Si los potenciales perjudicados por la actividad redistributiva del Estado no tienen voz ni voto en el proceso, ¿habrá alguna forma de proteger sus intereses? En ausencia de restricciones explícitas, las actitudes de los votantes actuales resultan decisivas para determinar si la política democrática desembocará o no en una explotación máxima de los contribuyentes futuros. Las relaciones familiares parecen aquí significativas. La búsqueda intergeneracional de rentas implica a individuos o grupos de votantes que persiguen sus propios beneficios a expensas de otros con los que no mantienen vínculos personales estrechos. Sin embargo, en la medida en que las implicaciones de transferencia de la deuda pública se reconocen, los votantes han de percibir que al menos una porción de la carga fiscal futura recaerá sobre sus descendientes directos. ¿Constituye esto una restricción efectiva al abuso de poder del Estado?

Un modelo desarrollado por el profesor Robert Barro (Barro, 1974) clarifica las circunstancias en las que el nexo familiar será suficiente para restringir el abuso en el potencial de transferencia de la deuda pública. En el modelo de Barro, todos los individuos que viven actualmente están planificando dejar a sus hijos unos legados privados positivos. En otras palabras, están limitando voluntariamente su propio consumo vital a fin de mejorar el conjunto de oportunidades al que se enfrentarán sus herederos. En la medida en que esos individuos reconozcan las implicaciones impositivas futuras de cualquier aumento de la deuda pública, con bastante lógica, rechazarán que la política del Estado invierta la dirección o magnitud de sus transferencias privadamente planificadas. No explotarán las oportunidades de mayor consumo derivadas de la emisión de deuda pública, dada su demostrada reticencia a aumentar su propio consumo a expensas de sus herederos.

El modelo de Barro se elaboró como un reto a la proposición fundamental keynesiana según la cual las obligaciones del Estado constituyen riqueza neta. Dado que la riqueza de sus herederos es un argumento en la función de utilidad de cualesquiera individuos que vivan actualmente, y dado que éstos tienen previsto dejarles legados positivos, los individuos se comportan efectivamente como si tuvieran una vida infinita al enfrentarse a opciones que afectan a pautas de consumo intertemporal. En consecuencia, los impuestos futuros siempre estarán perfectamente capitalizados, con la consiguiente ausencia de cualquier efecto de riqueza neta resultante de la sustitución de la financiación con deuda por la financiación con impuestos. Existe una cierta ironía en esto. Como se ha advertido antes, los primeros keynesianos trivializaron las consecuencias distributivas de la deuda pública como parte de sus esfuerzos por hacer políticamente aceptables sus prescripciones sobre política fiscal. El análisis se ha convertido, a este respecto, en un circulo cerrado. Son ahora quienes impugnan el paradigma keynesiano, al menos los integrantes de la escuela de las expectativas racionales, los que sostienen que la deuda pública no tiene consecuencias distributivas significativas. Pero existe una diferencia sustancial. Los modernos estudiosos no se dejan engañar por la fundamental confusión entre coste subjetivo y objetivo que provocó el despiste de los primitivos keynesianos. El modelo de deuda pública de Barro está firmemente anclado en la teoría del coste subjetivo. Eso no quiere decir, evidentemente, que sea necesariamente un modelo apropiado de la moderna teoría política de la deuda pública.

Un problema obvio con el modelo de Barro es que parece incongruente con las políticas de endeudamiento observadas en la mayoría de las democracias occidentales modernas. La teoría de la «suavización impositiva» *(tax smoothing)* (4), que Barro desarrolló para explicar por qué los gobiernos estarían dispuestos a endeudarse si los votantes actuales tuvieran las actitudes y la información asignadas a ellos en su modelo, no es probable que explique una porción significativa de la creación observada de deuda, especialmente cuando las voluminosas transferencias intergeneracionales implícitas en programas como el antes citado de jubilación de la seguridad social en Estados Unidos se toman en consideración. Como uno de los autores de este trabajo ha hecho notar en otro artículo (Buchanan y Roback, 1987), la completa neutralidad de la deuda pública que se predice en el modelo de Barro sólo puede verificarse si todos los contribuyentes se proponen deliberadamente dejar legados positivos. Un modelo más interesante, y probablemente más realista, sería uno en el que un número significativo de votantes no se comportase del modo que predice el modelo de Barro. En contraste con las suposiciones de Barro, algunos individuos pueden desear conscientemente incrementar su propio consumo vital a expensas de las generaciones futuras. Otros individuos pueden planificar legados privados para sus herederos, pero mostrarse políticamente conformes con la redistribución intergeneracional generalizada im-

plícita en la deuda pública. Tal aquiescencia puede darse porque esos individuos carecen de un conocimiento preciso de las implicaciones impositivas futuras de la deuda, o porque son miembros de una coalición mayoritaria que está consiguiendo ganancias distributivas para sus miembros a expensas de los herederos de los miembros minoritarios del cuerpo político.

En ausencia de un mundo poblado por individuos cuyo comportamiento público y privado se ajuste al modelo de Barro, las posibilidades de que los políticos mayoritarios abusen del potencial de transferencia de la deuda pública parecen evidentes. Y que ese potencial se está realizando en las políticas de deuda de muchas democracias modernas también parece obvio. Desde cualquier perspectiva normativa, y con toda seguridad desde nuestra propia perspectiva contractualista, tales políticas son difíciles de defender. Resultan difíciles de imaginar, por ejemplo, unas circunstancias en las que individuos situados tras el velo rawlsiano de la ignorancia, sin información sobre su propia posición en el orden temporal generacional, estuvieran dispuestos a apoyar a unas instituciones que permitieran a cualquier generación concreta ese acceso masivo a la riqueza de futuros miembros de la sociedad. Con toda seguridad, si se vieran en tal situación, todos los miembros del grupo apoyarían restricciones constitucionales a la institución de deuda pública.

Desde una perspectiva positiva, una cuestión crítica a la que se enfrentan las democracias modernas es la restauración de las prohibiciones morales prekeynesianas sobre la deuda, que cumplieron la función de una restricción implícita al endeudamiento estatal. Parece claro que este orden implícito debe ahora ser sustituido por normas explícitas que regulen el comportamiento político en este campo. Resulta obvio, asimismo, que estas nuevas normas han de imponerse a nivel constitucional. Las distintas legislaturas han demostrado su incapacidad para imponer normas procedimentales o de otro tipo que resulten efectivas y que guarden coherencia con los objetivos declarados de contención presupuestaria. Como las normas legislativas pueden ser modificadas en cualquier momento, los cuerpos legisladores futuros no se hallan vinculados a ellas de igual modo que si se tratara de normas constitucionales. Esto explica, sin duda, al menos en parte, la reticencia de un grupo actual de cargos electos a renunciar a los beneficios políticos que proporciona el acceso a la financiación con deuda. No pueden ofrecer a sus votantes ninguna promesa de modificación a largo plazo del orden fiscal imperante.

Ahora bien, los partidarios de la reforma constitucional se enfrentan a un dilema más grave. Un cambio constitucional real debe surgir de un proceso en el que sólo participan los que viven ahora. Los no nacidos no pueden participar en el diseño constitucional, de igual modo que tampoco pueden participar en la actual política mayoritaria. Si, por ejemplo, la Constitución de Estados Unidos fuera reformada de modo que se exigiera un equilibrio anual en el presupuesto de la Administración central, sólo los ciudadanos que vivieran en ese momento tendrían voz en el proceso de ratificación. La imposición de esa restricción exigiría una aquiescencia política de los partícipes actuales en el proceso a privarse a sí mismos de los beneficios que están disfrutando gracias al acceso de su generación a la deuda pública. ¿Por qué van a estar de acuerdo con tal limitación? Para los partidarios de la reforma constitucional representa un gran desafío el lograr diseñar una estrategia que consiga atraer a su causa a los votantes actuales. Si, ciertamente, la deuda pública constituye un juego de suma positiva para los que ahora viven, los argumentos deberán ser mucho más morales que económicos.

NOTAS

(1) Las cuestiones examinadas aquí han sido exploradas con más detalle en Buchanan (1958).

(2) Véase Buchanan y Wagner (1977) para un análisis más completo de esta cuestión.

(3) Véase Buchanan (1986).

(4) Veáse Barro (1979).

BIBLIOGRAFIA

BARRO, ROBERT J. (1974), «Are Government Bonds Net Wealth?», *Journal of Political Economy,* 82, noviembre, 1095-1117

— (1979), «On the Determination of Public Debt», *Journal of Political Economy,* 87, octubre, 940-971.

BUCHANAN, JAMES M. (1958), *Public Principles of Public Debt* (Nomewood, Richard D. Irwin, Inc.)

— (1986), «Budgetary Bias in Post-Keynesian Politics: The Erosion and Potential Replacement of Fiscal Norms», en James Buchanan, Charles Rowley y Rober Tollison, ed., *Deficits* (Nueva York, Blackwell), págs. 180-198.

— y WAGNER, RICHARD (1977), *Democracy in Deficit* (Nueva York, Academic Press).

— y ROBACK, JENNIFER (1987) «The incidence and effects of Public Debt in the absence of Fiscal Illusion», *Public Finance Quarterly,* 15 enero, págs. 5-25.

MUSGRAVE, RICHARD (1959), *The Theory of Public Finance* (Nueva York, McGraw-Hill).

UN PROGRAMA DE POLITICA FISCAL

Robert J. Barro

EL término «política fiscal» suele traer a colación los efectos de los déficit presupuestarios. Mi análisis se centra en los déficit presupuestarios y la deuda pública, pero también entra en consideraciones sobre el tamaño del Estado y los efectos incentivadores de los impuestos.

Consideremos, en primer lugar, la financiación con deuda en contraposición a la financiación con impuestos de un determinado volumen total de gasto público. A estos fines, es conveniente incluir la emisión de dinero (el impuesto inflacionario) junto con las demás formas de impuestos. Es decir, resulta innecesario incluir la emisión de dinero como un tercer método para la financiación del gasto.

Empezaré por comentar los principales modelos teóricos alternativos de los efectos de los déficit presupuestarios. El análisis convencional da por supuesto que la sustitución de un déficit por impuestos corrientes estimula la demanda agregada. Por consiguiente, en una economía cerrada, el tipo de interés real se eleva para mantener el equilibrio entre el ahorro nacional deseado y la demanda de inversión. Ese interés real más alto desplaza a la inversión, reduciendo a largo plazo el *stock* de capital productivo. De ahí que, en el lenguaje de Franco Modigliani (1961), la deuda pública sea una carga en el sentido de que provoca una reducción del *stock* de capital para las generaciones futuras. Un razonamiento similar es aplicable a los programas de seguridad social basados en cotizaciones con retención en origen (*pay-as-you-go programs*), tal como ha resaltado Martin Feldstein (1974). Una ampliación del ámbito de esos programas incrementa la demanda agregada y, por tanto, provoca una elevación del tipo de interés real y una reducción en el *stock* de capital productivo.

En una economía abierta, los déficit presupuestarios o los programas de seguridad social de un país pequeño tienen un efecto insignificante sobre el tipo de interés real en los mercados internacionales de capitales. Por tanto, la decisión de un país de financiar el gasto público con déficit presupuestarios provoca fundamentalmente un aumento del endeudamiento exterior, más que una elevación de los tipos de interés reales. Para ese país, los tipos de interés aumentarán sólo en la medida en que sea lo suficientemente grande como para influir en la economía mundial, o bien en la medida en que el aumento de su deuda nacional induzca a los prestamistas extranjeros a exigir tipos de interés más altos para las deudas de dicho país. En cualquier caso, los déficit presupuestarios de un solo país muestran una tendencia bastante más débil a disminuir su inversión interna. Sin embargo, si el mundo entero presenta déficit (o amplía la escala de sus programas de seguridad social), entonces los tipos de interés se elevarán en los mercados internacionales de capitales y la inversión se verá desplazada en todos los países. Estos efectos a nivel mundial son similares a los que se producirían en una economía cerrada aislada, tal como se ha descrito antes.

Existe una teoría alternativa de los déficit presupuestarios asociada a los planteamientos de David

Ricardo (1951). (A pesar de algunas opiniones mal formadas, e independientemente de si consideraba o no la teoría como empíricamente válida, Ricardo fue el primero en enunciarla de una manera clara). Aunque la mayoría de los economistas siguen inclinándose en favor del modelo convencional, resumido antes, es notable el gran respeto logrado por el modelo ricardiano durante la última década. La mayor parte de los economistas se sienten ahora obligados a citar la postura ricardiana, aunque luego sostengan que es teórica o empíricamente errónea.

El análisis ricardiano arranca de la proposición de que una reducción de los impuestos en el presente financiada con déficit provoca un aumento de los impuestos en el futuro de un valor actual igual a la reducción impositiva inicial. En particular, el valor actual total de los impuestos no varía, a no ser que el Estado varíe el valor actual de sus gastos (y aquí la hipótesis de trabajo utilizada es que la trayectoria del gasto está predeterminada). Esta afirmación equivale a la noción usual de los economistas sobre que «no hay una comida gratis»: el gasto público ha de pagarse ahora o más adelante, y su valor total actual viene fijado por el valor actual de los recursos utilizados por el Estado.

El siguiente paso en el argumento ricardiano es que la demanda privada de bienes y servicios depende del valor actual de los impuestos. Es decir, cada persona resta su participación en el valor actual de los impuestos del valor actual de sus ingresos para determinar sus recursos netos disponibles. Por consiguiente, dado que el valor actual de los impuestos es fijo, la sustitución de impuestos presentes por déficit público financiado con deuda no produce impacto alguno sobre la demanda agregada. Otra forma de expresar este resultado es que una reducción en el ahorro público (en forma de un mayor déficit presupuestario) provoca el correspondiente aumento del ahorro privado, por lo que no se produce variación alguna en el ahorro nacional agregado.

Finalmente, dada la respuesta del ahorro privado, el tipo de interés real no tiene por qué aumentar (en una economía cerrada) para mantener el equilibrio entre el ahorro nacional deseado y la demanda de inversión. De ahí que no se produzca efecto alguno sobre la inversión y que la deuda nacional no represente una carga en el sentido de Modigliani. En el contexto de una economía abierta tampoco se produciría efecto alguno sobre el saldo por cuenta corriente, debido a que el ahorro privado aumenta lo suficiente como para que no haya necesidad de endeudarse en el exterior.

Antes de analizar algunas objeciones teóricas que se han planteado al modelo ricardiano, me gustaría mencionar una dificultad de las contrastaciones empíricas. Desde un punto de vista científico, la teoría podría verificarse fácilmente si los poderes públicos estuvieran dispuestos a llevar a cabo numerosos experimentos en los que se incurriese en déficit presupuestarios sin una justificación admisible. No obstante, en la práctica (afortunadamente para la salud de las economías, lamentablemente para la ciencia), las oscilaciones de los déficit suelen reflejar respuestas esperables a cambios en otras variables, como las fluctuaciones del ciclo económico o el gasto público en tiempo de guerra. El problema está en que esas otras variables influyen sobre el ahorro nacional deseado y la demanda interna de inversión, y de ahí que influyan en los tipos de interés real o en el saldo por cuenta corriente. Así, durante una recesión, el ahorro nacional y la inversión interna experimentan un descenso, mientras que el déficit presupuestario aumenta. Sin embargo, el principal efecto «va» de la recesión a todas las demás variables, de forma que no se dice nada sobre el impacto de los déficit presupuestarios sobre el ahorro nacional deseado. Resulta difícil utilizar datos del mundo real para aislar los efectos de los déficit presupuestarios, ya que la mayoría de las fluctuaciones en los déficit son endógenas respecto de otras importantes variables.

Analizaré cuatro de las principales críticas teóricas que se han planteado al enfoque ricardiano. La primera es que las personas no viven eternamente, y por ello no se preocupan de los impuestos que se establezcan después de su muerte. La segunda señala que los mercados privados de capitales son «imperfectos», de forma que el tipo de descuento real del ciudadano normal supera al tipo de interés real pagado por el Estado. La tercera parte del hecho de que los impuestos y las rentas futuros son inciertos. Y la cuarta sostiene que los impuestos no constituyen una suma fija, sino que lo característico de ellos es que dependen de la renta, o del gasto, o del patrimonio, entre otras variables.

Una cuestión importante es que, si bien cada uno de los cuatro argumentos da a entender que los déficit presupuestarios sí importan —es decir, que no son neutrales y, por tanto, no son totalmente ricardianos—, no avalan necesariamente el punto

de vista estándar sobre los déficit presupuestarios. Existe una lamentable tendencia entre los macroeconomistas a establecer una razón por la que los déficit no son plenamente neutrales, para luego pasar a utilizar el planteamiento estándar, que generalmente no se ve respaldado por el análisis.

La idea de unas vidas finitas indica que la gente sólo capitaliza los impuestos a los que espera hacer frente antes de morir. Supongamos que una reducción de impuestos financiada con déficit eleva los impuestos futuros en parte durante la expectativa de vida normal de la persona y en parte después. Así, el valor actual de la primera parte será inferior a la reducción de impuestos inicial, puesto que el equilibrio sólo se produce una vez incluida la segunda parte. De ahí que la riqueza neta de las personas actualmente vivas aumente, lo que provoca un crecimiento de la demanda agregada. Por lo tanto, las restantes conclusiones derivadas del enfoque convencional —tales como un aumento de los tipos de interés reales y un desplazamiento de la inversión privada— también serían de aplicación.

Este argumento sólo funciona si el ciudadano corriente se considera en mejor situación cuando el Estado traslada la carga fiscal desde él a sus descendientes. Y el argumento falla si el ciudadano corriente ya está distribuyendo su riqueza entre sus hijos por altruismo, lo que parece suceder en el mundo real. En este caso, la gente reacciona ante las transferencias intergeneracionales impuestas por el Estado (derivadas de un déficit presupuestario o de los gastos en seguridad social) con un incremento compensador en las transferencias voluntarias (véase Barro, 1974). En efecto, el ciudadano corriente forma parte de una gran familia que se continúa indefinidamente. Por tanto, la corriente íntegra de mayores impuestos futuros se capitaliza, tal como se supone en el análisis ricardiano. Este resultado se obtiene de modo aproximado aun cuando algunas personas no planifiquen sus decisiones de forma efectiva con un horizonte infinito. Incluso el lapso de tiempo correspondiente al período de vida del ciudadano corriente puede ser suficiente para hacer que el efecto de la finitud de su vida resulte cuantitativamente insignificante.

El aspecto más importante del argumento de los mercados de crédito imperfectos es que la emisión por el Estado de deuda pública puede representar una forma de intermediación financiera. En efecto, el Estado induce a la gente con buen acceso a los mercados de crédito a poseer más de lo que les corresponde de la deuda pública adicional. Los que tienen mal acceso a esos mercados consiguen menos de lo que les corresponde y, por tanto, reciben efectivamente préstamos del primer grupo. Este proceso funciona porque el Estado garantiza el reembolso de los préstamos a través de sus ingresos fiscales y el servicio de la deuda. Así, estos préstamos pueden producirse aunque no fueran viables —debido a los «costes de transacción»— en los mercados privados de crédito, imperfectos.

Una gran parte de esta argumentación puede ser válida, aunque tiende a otorgar al Estado una capacidad excesiva en el cobro de impuestos a personas con garantías insuficientes. Pero incluso cuando el argumento funciona no permite obtener conclusiones que se asemejen al análisis tradicional de la política fiscal. Un análisis correcto muestra que los efectos son análogos a los que produce el progreso tecnológico en la mejora del funcionamiento de los mercados de crédito. Se produce así una mejor asignación del crédito, en el sentido de que la financiación se tiende a ofrecer para proyectos con mayores rendimientos marginales y para consumos con las más elevadas tasas de preferencia temporal. Pero no existe tendencia alguna a desplazar la inversión en su conjunto, ni a un aumento en el nivel general de los tipos de interés real. Por el contrario, tal como cabría esperar de un desplazamiento hacia unos mercados de crédito más eficientes, se produce un recorte en el diferencial de los tipos de interés entre los individuos. Por lo tanto, aunque aparece con frecuencia en la literatura macroeconómica, no se pueden razonablemente utilizar los mercados de crédito imperfectos como fundamento para el análisis convencional de los déficit presupuestarios.

La incertidumbre del individuo acerca de los impuestos futuros no implica que tengan una menor importancia que si no fuera así. De hecho, con la introducción de la incertidumbre es posible lograr un aumento del ahorro nacional deseado como reacción a un déficit presupuestario. Esta posibilidad surge porque la gente puede querer protegerse frente a las malas perspectivas de unos impuestos futuros sorprendentemente elevados (véase Chan, 1983). La principal fuerza contrarrestante de este efecto está en que, a través de los impuestos sobre la renta, el Estado comparte con los individuos el riesgo asociado a la incertidumbre acerca de las rentas futuras. Un déficit presupuestario aumenta la magnitud de este riesgo compartido

en el futuro (cuando los impuestos sean más altos) y puede, por tanto, inducir a la gente a ahorrar menos hoy.

Para mí es un placer entrar en el cuarto punto —los impuestos no son una suma fija—, que considero como la razón de más peso para desviarse del planteamiento ricardiano de la neutralidad de la deuda. Con impuestos que no equivalen a cantidades fijas —por ejemplo, los impuestos sobre la renta— la selección de un déficit presupuestario equivale a una elección entre cuánto gravar las rentas ahora frente a más adelante. Esta opción tiene importancia, porque afecta a los incentivos de la gente para obtener rentas (trabajando y produciendo) ahora frente a más adelante. Por consiguiente, el déficit óptimo es aquél que guarda coherencia con la distribución temporal óptima de los impuestos, lo cual, a su vez, depende de las consideraciones habituales de la teoría de la imposición óptima. Bajo este prisma, la gestión de la deuda se convierte en una rama de la hacienda pública —a la que siempre ha pertenecido— y no de la «macroeconomía».

Una conclusión que puede derivarse de este enfoque de hacienda pública es que, en ausencia de distorsiones importantes en la economía, la situación óptima conlleva la estabilización de los tipos impositivos a lo largo del tiempo (véase Barro, 1979). En concreto, más que neutral resulta perjudicial el presentar déficit presupuestarios sin motivo justificado. Este planteamiento implica que los déficit presupuestarios deben ser cuantiosos durante las recesiones y las guerras —tal como sucede usualmente— para evitar unos impuestos anormalmente elevados durante esas emergencias. Además, como la política impositiva óptima se diseña en términos reales, la deuda nominal aumenta junto con los incrementos esperados en el nivel de precios. Esta reacción se corresponde con la práctica común de efectuar reajustes por inflación en las cifras estimadas para los déficit presupuestarios.

A continuación voy a centrarme en la evidencia empírica sobre los déficit presupuestarios. Dada mi limitada perspectiva, me ocuparé solamente de resultados con los que estoy familiarizado, y que se refieren a Estados Unidos. Un aspecto importante que conviene resaltar es que, hasta 1983 inclusive, los déficit presupuestarios de los Estados Unidos estaban en línea con la evolución a largo plazo de los déficit. Concretamente, el aumento del *ratio* entre deuda pública en manos privadas y PNB desde un 23 por 100 en 1979 a un 31 por 100 en 1983 se explica por los efectos combinados de las contracciones económicas y los reajustes por la inflación prevista. Con la recuperación económica que se inició a finales de 1982, los déficit presupuestarios aumentaron más de lo previsto, superando los 50.000/100.000 millones de dólares por año desde 1984 a 1986. Haciendo abstracción por el momento de la posibilidad de que esta política fiscal fuera errónea, puedo mencionar dos factores que quizás la justifiquen. En primer lugar, es posible que el pueblo estadounidense (y el Congreso) creyeran en la promesa de la «revolución» reaganiana de reducir el *ratio* entre gasto federal y PNB (cosa que no ha sucedido hasta ahora). En tal caso, hubiera sido razonable financiar el gran aumento temporal del gasto corriente con un déficit presupuestario, en vez de elevar los impuestos. En segundo lugar, las entidades locales y estatales en Estados Unidos han presentado un superávit presupuestario (sobre la base de la contabilidad nacional) situado entre 50.000 y 60.000 millones de dólares anuales entre 1984 y 1986, lo que significa que el déficit presupuestario del conjunto de la Administración fue mucho menor que el de la Administración central.

En cualquier caso, parece difícil sostener que los excesivos déficit presupuestarios de los últimos años hayan producido los efectos previstos en el análisis tradicional. Los tipos de interés nominales en Estados Unidos alcanzaron su punto máximo en 1981 —antes de que los déficit presupuestarios fueran demasiado elevados— y desde entonces han caído espectacularmente. Los tipos de interés reales a corto plazo previstos (estimados utilizando datos de estudios sobre expectativas inflacionarias) aumentaron en 1981 y permanecieron altos hasta el final de 1984, para bajar en 1985 y 1986. Los gastos de inversión —medidos en sentido amplio, para incluir las compras de bienes de consumo duraderos— alcanzaron el máximo de la posguerra en relación con el PNB entre 1984 y 1986. El comportamiento del ahorro nacional es más difícil de evaluar, por los problemas en la medición de las variaciones de la riqueza nacional real. Mi estimación es que el *ratio* entre ahorro nacional y PNB entre 1984 y 1986 se acercó a su valor normal. Dado que el saldo por cuenta corriente es la diferencia entre inversión interna y ahorro nacional, esta interpretación explica que los fuertes déficit por cuenta corriente estadounidenses de los últimos años se deban fundamentalmente a la respuesta ante una inversión inusualmente elevada. Por consiguiente, este otro famoso déficit no constituye

tampoco un problema en especial (al menos para Estados Unidos).

Otro aspecto de la política fiscal es el nivel de los tipos impositivos marginales. Dado el tamaño del Estado, este nivel depende de la composición de los impuestos. Por ejemplo, para un determinado volumen de ingresos, el tipo impositivo marginal medio es mayor para un impuesto sobre la renta de tarifa graduada que para un impuesto de tipo uniforme (impuesto lineal). Para un volumen total dado de gasto público, las elevaciones de los tipos impositivos marginales medios afectan adversamente a los incentivos para trabajar, producir e invertir.

Por lo que respecta a Estados Unidos, existen algunas indicaciones (aunque más en forma de «historias» que de estricta evidencia estadística) de que los recientes cambios en los tipos impositivos marginales han producido efectos cuantitativamente importantes sobre la actividad económica general. En concreto, el descenso del tipo marginal medio en el impuesto federal sobre la renta de las personas físicas, desde un 31 por 100 en 1981 a un 27 por 100 en 1983, puede ayudar a explicar el auge económico en Estados Unidos, aunque no en muchos otros países, desde finales de 1982 hasta 1984. También la aplicación por fases de las reducciones de impuestos de la Administración Reagan entre 1981 y 1983 puede ser responsable de los malos resultados económicos del país en 1981-82. La expectativa de que los tipos impositivos marginales podrían descender en el futuro motivó que la gente pospusiera parte de su esfuerzo laboral y de su producción. Igualmente, las deliberaciones del Congreso estadounidense durante el año 1986 sirvieron de base para las expectativas de que los tipos impositivos marginales medios habrían de ser inferiores en 1987/88 a los de 1986. De ahí que esta expectativa ayude a explicar los resultados relativamente pobres de la economía estadounidense en 1986.

La política fiscal puede interactuar con la política monetaria, en el sentido de que los gobiernos pueden tener incentivos para monetizar sus deudas en circulación. Una reducción, por medio de una inflación sorpresiva, en el valor real de la deuda equivale a un incumplimiento parcial de las obligaciones del Estado. (Por alguna razón, este tipo de incumplimiento por la vía de la inflación suele ser políticamente más aceptable que el incumplimiento explícito, aunque los «reescalonamientos» son usuales para las deudas externas.) El atractivo *ex post* de este tipo de incumplimiento es evidente: genera un enorme volumen de fáciles ingresos mediante una exacción sobre el capital que parece tener muy poco efecto sobre los incentivos. Ahora bien, tal atractivo resulta menos obvio cuando se incluyen expectativas de incumplimientos futuros de este tipo.

En Estados Unidos no se dispone de mucha evidencia empírica en cuanto a la conexión entre las políticas fiscal y monetaria, aunque sí puede resultar significativa para otros países. En todo caso, un componente de una política óptima sería un compromiso de no inflar constantemente el valor real de las obligaciones del estado. Una forma de dar virtualidad a este compromiso es la de indiciar la deuda con el nivel de precios, o bien denominar la deuda en la moneda de un país que presente una inflación baja o estable. Esta última opción es la utilizada usualmente por los países menos desarrollados, pero no impide los reescalonamientos o los incumplimientos directos. Otras posibilidades para este tipo de compromiso implican la adopción de normas monetarias y de precios, como tipos de cambio fijos o índices de cotizaciones para los productos. Ahora bien, en cada caso concreto es necesario que la normativa resulte creíble.

Por último, el propio tamaño del Estado representa el aspecto más importante de la «política fiscal». La principal consideración en este contexto es la fracción de los recursos de la economía que se asigna mediante decisiones del Estado, en lugar de serlo a través de decisiones del sector privado. Ahora bien, también existe una cierta interacción entre el nivel de gasto público y variables tales como el PNB real y los tipos de interés reales. En el caso de Estados Unidos, hay cierta evidencia de que las variaciones temporales en las compras del Estado, que en los datos corresponden fundamentalmente a fluctuaciones en los gastos militares, tienen efectos positivos sobre el PNB real (véase Barro, 1988). Sin embargo, el efecto es menor que uno por uno —es decir, que no hay multiplicador—, lo que significa que el gasto privado en consumo e inversión se ve desplazado por el aumento en las compras estatales. También se dispone de alguna evidencia, especialmente en los datos a largo plazo de Gran Bretaña, que sugiere que los aumentos temporales en las compras del Estado elevan los tipos de interés.

Concluiré con un consejo para la elaboración de un programa general de política fiscal. En primer

lugar, los déficit presupuestarios deben ser gestionados de forma que se logre una trayectoria relativamente estable en los tipos impositivos. Este objetivo no implica que el presupuesto esté equilibrado permanentemente, sino que los déficit (después de los ajustes por inflación y crecimiento real) han de ser cuantiosos en períodos de recesión y durante emergencias como las guerras, cuando los gastos son temporalmente elevados. De modo similar (y también después de los ajustes por inflación y crecimiento real), el Estado habría de presentar superávit durante períodos de auge y en tiempos de paz. En segundo lugar, las posibilidades de monetizar la deuda pública deben evitarse, comprometiéndose el gobierno en una política de estabilidad de precios. Tercero, la composición de los impuestos debe establecerse de modo que se obtenga un bajo tipo impositivo marginal medio, sujeto a la necesidad de tener que elevar el volumen necesario de ingresos. Este objetivo favorece la implantación de impuestos con tarifa uniforme (impuesto lineal) frente a los de carácter formalmente progresivo. Por último, el nivel de gasto público ha de venir dictado por consideraciones microeconómicas asociadas a la elección de los bienes públicos, así como por decisiones de retribución de la renta por la vía de las transferencias. En particular, el gasto público no debe ser alterado como instrumento de una política destinada a estabilizar la economía.

BIBLIOGRAFIA

BARRO, R. J., (1974): «Are Government Bonds Net Wealth?» *Journal of Political Economy,* 82, noviembre/diciembre 1095-1117.

—, (1979): «On the Determination of Public Debt», *Journal of Political Economy,* 87, octubre, 940-971.

—, (1988): The Neoclassical Approach to Fiscal Policy», de próxima aparición en R. J. Barro, ed., *Handbook of Modern Business Cycle Theory,* Wiley, N. Y.

CHAN, L. K. C., (1983): «Uncertainty and the Neutrality of Government Financing Policy» *Journal of Monetary Economics,* 11, mayo, 351-372.

FELDSTEIN, M. S., (1974): «Social Security, Induced Retirement, and Aggregate Capital Accumulation», *Journal of Political Economy,* 82, septiembre/octubre, 905-926.

MODIGLIANI, F., (1961): «Long-run Implications of Alternative Fiscal Policies and the Burned of the National Debt», *Economic Journal,* 71, diciembre, 730-755.

RICARDO, D., (1951): «Funding System», en P. Sraffa, ed., *The Works and Correspondence of David Ricardo, volume IV, Pamphlets and Papers, 1815-1823,* Cambridge University Press, Cambridge.

COLABORADORES EN ESTE NUMERO

ALVAREZ BLANCO, Rafael. Nació en Guadalcanal en 1942. Economista y Estadístico Facultativo. Ha trabajado en el INE durante el período 1966-1978 en la elaboración de la Contabilidad Nacional. En este último año ingresó en el Servicio de Estudios del Banco de España, donde, en la actualidad, es jefe de la Oficina de Estadística y Central de Balances. Ha publicado diversos trabajos sobre estadística económica y representa a España en los Grupos de Estadísticos Financieros de la OCDE y de Estadísticas Bancarias y Monetarias de la CEE.

BAIGES, Josep. Ph. D. por la Universidad de California en Los Angeles y Director de Planificación y Estudios del Consorcio de la Zona Franca de Barcelona.

BARRO, Robert. Nació en Nueva York en 1944. Ha sido profesor ayudante de Economía en la Brown University (1968-1972). Profesor asociado de Economía en la Universidad de Chicago (1973-75 y 1982-84); profesor de Economía en la Universidad de Rochester (1975-82); *Visitant/Fellow* en el Hoover Institute de la Universidad de Stanford (1977-1978) e Investigador Asociado, NBER 1978. Ultimamente ha sido profesor de Economía, de nuevo en la Universidad de Rochester, desde 1984 y actualmente imparte sus clases en la Universidad de Harvard.

BLEJER, Mario I. Economista del Fondo Monetario Internacional.

BUCHANAN, James M. Nació hace 67 años en Tennessee. Doctor en Economía por la Universidad de Chicago en 1948. Desde 1967 imparte clases en la Universidad de Charlottesville, donde dirige el Centro Thomas Jefferson. En 1969 pasa al Instituto Politécnico de Virginia. Desde 1982 desarrolla su actividad en la Universidad George Mason (Virginia). Premio Nobel de Economía 1986.

CIVIDINI, Andrea. Licenciado *cum laude* en Ingeniería Electrónica en el Politécnico de Milán en 1979. Actualmente es funcionario del Servicio de Estudios de la Banca de Italia y profesor contratado de Análisis Matemático en la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales de la Universidad estatal del Molise.

COMIN, Francisco. Es doctor en Economía por la Universidad de Alcalá de Henares. Ha sido profesor de Historia Económica en la Universidad Complutense de Madrid y en la de Valladolid y en la actualidad lo es de la Universidad de Alcalá de Henares. Ha publicado artículos sobre la historia de la Hacienda Pública española en los siglos XIX y XX y sobre la economía española en el período de entreguerras. Actualmente es investigador de la Fundación Empresa Pública.

CONTRERAS GOMEZ, Carlos. Nació en 1960 en Madrid. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense. Ha sido profesor de Economía en el C.E.U. y en el Instituto de Empresa. En la actualidad es profesor de Hacienda Pública y Sistema Fiscal de la Universidad Complutense, y desarrolla su actividad profesional en el Departamento de Inversiones Centralizadas de la Caja de Madrid.

CORONA RAMON, Juan Francisco. Nació en Barcelona en 1959. Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Barcelona. Obtuvo el Premio Extraordinario de Licenciatura en 1982 y el Premio Extraordinario de Doctorado en 1984. Ha disfrutado de una beca de estudios del Ministerio de Hacienda, y ha sido becario del Plan de Formación de Personal Investigador del Ministerio de Educación y Ciencia. Colaborador del Instituto de Estudios Fiscales y del Instituto de Estudios Económicos. Miembro del International Institute of Public Finance. Actualmente es profesor del Departamento de Economía Política, Hacienda Pública y Derecho Financiero y Tributario en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales y en la Facultad de Derecho de la Universidad de Barcelona.

CHOURAQUI, Jean-Claude. Doctor en Ciencias Económicas por la Uni-

versidad de París y Diplomado del Centro de Estudios de las Comunidades Europeas y del Institute of World Affairs de Nueva York. Actualmente es Jefe de la División de Política Monetaria y Presupuestaria de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico.

FLOWERS, Marilyn R. Universidad de Oklahoma.

FUENTES QUINTANA, Enrique. Nació en Valladolid en 1924. Doctor en Derecho y en Ciencias Políticas y Económicas. Catedrático de Economía Política y Hacienda Pública de la Universidad de Valladolid (excedente) y Catedrático de Hacienda Pública y Derecho Fiscal de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Complutense. Académico de Ciencias Morales y Políticas. Ha sido Director del Servicio de Estudios del Ministerio de Comercio, Director del Instituto de Estudios Fiscales, Director de Estudios y Programación de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Economía, y Decano de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la UNED. En la actualidad es Director General de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social (FIES) de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

GALLI, Giampaolo. Es jefe de la Oficina de Investigación Econométrica del Servicio de Estudios de la Banca de Italia. Se licenció en la Bocconi en 1975, y en 1980 consiguió el título de Ph. D. in Economics en el Massachusetts Institute of Technology.

GARCIA DE LA RIVA SANCHIZ, Andrés. Nació en Zaragoza en 1942. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Barcelona. Sus primeros trabajos los desarrolla en la Comisión para la Revisión del Plan de Barcelona y su Comarca como colaborador de los profesores J. Ros y E. Lluch. Trabaja durante tres años en «Catalana de Gas y Electricidad», en la que llega a ser jefe del Departamento de Organización. En 1969 ingresa como funcionario en el Instituto de Crédito Oficial. Dos años más tarde pasa a trabajar en la Dirección General de Política Financiera del Ministerio de Hacienda. En 1982 es nombrado Subsecretario del Ministerio de Administración Territorial. En 1985 es nombrado Presidente del Consejo de Administración del Banco de Crédito Local, cargo que ocupa en la actualidad.

GONZALEZ-PARAMO, José Manuel. Nació en Madrid en 1958. Licenciado (Premio Extraordinario) y Doctor (Premio Extraordinario) en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense. Master (M.A., M. Phil.) y Doctor (Ph. D.) en Economía por la Universidad de Columbia, Nueva York. Becario de la Fundación Fulbright y el Banco de España. Ha trabajado en el Banco Mundial (BIRD), Washington, D.C., y ha sido miembro del Grupo de Estudios del Gabinete del Secretario de Estado de Hacienda. Colaborador del Instituto de Estudios Fiscales. En la actualidad es colaborador en tareas de investigación de la Fundación FIES de la CECA y Director del Departamento de Hacienda Pública y Sistema Fiscal de la Universidad Complutense.

JONES, Brian. Pertenece a la Division des Politiques Monétaires et Budgétaires del Département des Affaires Economiques et Statistiques de la OCDE.

LAGARES CALVO, Manuel Jesús. Nació en La Palma del Condado (Huelva) en el año 1941. Catedrático de Hacienda Pública y Derecho Fiscal. Inspector de Finanzas del Estado, excedente, ex-Subsecretario de Economía, ex-Consejero para Asuntos Económicos del Presidente del Gobierno. Actualmente desempeña el cargo de Director Adjunto de la Confederación Española de Cajas de Ahorros y Director de la Revista mensual *Coyuntura Económica*.

LOPEZ GARCIA, Miguel Angel. Nació en Barcelona en 1957. Licenciado (premio extraordinario) y Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Barcelona. Es profesor titular de Economía Aplicada en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de dicha Universidad.

MASERA, Rainer Stefano. Director central para la Investigación Económica de la Banca de Italia. En 1967 se licenció en Estadística en la Universidad de Roma y en 1969 consiguió el título de Ph. D. en Economía en la Universidad de Oxford.

MEDEL CAMARA, Braulio. Nació en Marchena (Sevilla) en 1947. Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales. Catedrático de Hacienda Pública y Derecho Fiscal. Ha sido Director del Departamento de Hacienda Pública de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Málaga; Director del Instituto de Economía Aplicada de la misma Universidad; Director de la Oficina de Planificación de la Junta de Andalucía y Viceconsejero de Economía y Hacienda de la Junta de Andalucía. Actualmente es Presidente del Monte de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda.

MOLINA MORALES, Agustín. Nació en Almería en 1949. Doctor en Ciencias Económicas. Es profesor titular de Hacienda Pública de la Universidad de Málaga.

MOLINAS, César. Doctor en Economía por la Universidad de Barcelona y Master por la London School of Economics. Profesor titular de Econometría de la Universidad de Barcelona y Subdirector General de Planificación Económica de la Dirección General de Planificación del Ministerio de Economía y Hacienda.

MONASTERIO ESCUDERO, Carlos. Nació en Oviedo en 1955. Doctor en Ciencias Económicas y profesor titular de Economía Aplicada (Hacienda Pública). Autor de diversos artículos y trabajos sobre temas de Seguridad Social y Hacienda Pública. Ha sido colaborador del Instituto de Estudios Fiscales y del Instituto de Estudios Laborales y de la Seguridad Social. Desde 1986 es Presidente de

la Comisión de Control de la Caja de Ahorros de Asturias.

MONTADOR, Robert Bruce. Pertenece a la Division des Politiques Monétaires et Budgétaires del Département des Affaires Économiques et Statistiques de la OCDE.

MUSGRAVE, Richard. Nacido en Königstein, Alemania, en 1910. Ha sido profesor de Economía en las Universidades de Michigan (1948-58), Johns Hopkins (1958-61), Princeton (1962-65) y profesor de Política Económica en la Universidad de Harvard (1965-80). Actualmente es (desde 1981) profesor emérito de la Universidad de Harvard y profesor de Economía de la Universidad de California en Santa Cruz.

NAUDTS, Bernard. Ayudante de investigación del Departamento de Economía de la Universidad Católica de Lovaina (Bélgica).

ORTEGA FERNANDEZ, Raimundo. Estudió Derecho y Ciencias Económicas en la Universidad de Madrid. Después de estudiar estadística y técnicas de previsión financiera en París, ingresó en el Banco de España como Economista-Titulado del Servicio de Estudios en 1967. En 1969 y 1970 estudió en el Instituto de Tecnología de Massachussetts, especializándose en Econometría y Teoría Monetaria. En 1977 pasó del Servicio de Estudios a la Oficina de Operaciones del Banco de España, de la cual fue nombrado Jefe en 1978. En septiembre de 1977 fue designado Secretario de la Comisión para el estudio del mercado de valores y desde diciembre de 1982 a octubre de 1985 desempeñó el cargo de Director General del Tesoro y Política Financiera. Actualmente es Director General del Banco de España.

ORTIZ JUNQUERA, Pilar. Licenciada en Ciencias Políticas, Inspectora de Finanzas del Estado, es Jefe del Area de Cuentas Nacionales del Sector Público en la I.G.A.E.

ORTUÑO SALAZAR, Alfonso. Economista, técnico del Ayuntamiento de Barcelona y profesor asociado de Hacienda Pública de la Universidad de Barcelona. Actualmente es Director General de Presupuestos y Tesoro de la Generalidad de Cataluña.

RAYMOND BARA, José Luis. Nació en Barcelona en el año 1947. Es Catedrático de Econometría y Métodos Estadísticos de la Universidad Autónoma de Barcelona y Director del Departamento de Estudios Cuantitativos de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social (FIES) de la CECA.

REPULLO LABRADOR, Rafael. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid y Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad de Londres. Ha sido profesor numerario del Departamento de Economía de la London School of Economics desde 1981 a 1985. Economista del Servicio de Estudios del Banco de España desde 1985, en la actualidad es Jefe de Estudios del Centro de Estudios Monetarios y Financieros del Banco de España.

ROIG ALONSO, Miguel. Nació en Godella (Valencia) en 1943. Primer Premio Nacional de terminación de estudios de Ciencias Económicas en 1976-77, Premio Extraordinario de Licenciatura de la Universidad de Valencia, Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por dicha Universidad, colaborador del Instituto de Estudios Fiscales, becario de investigación de la Institución «Alfonso el Magnánimo», miembro de la Asociación Española de Ciencia Regional, autor de diversos trabajos sobre federalismo fiscal, haciendas locales y gasto público. En la actualidad es profesor titular de Universidad e imparte Hacienda Pública Española en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Valencia.

ROMPUY, Víctor Van. Catedrático del Departamento de Economía de la Universidad Católica de Lovaina (Bélgica).

SANCHEZ MALDONADO, José. Nació en Málaga en 1952. Doctor en Ciencias Económicas. Es profesor titular de Hacienda Pública y Director del Departamento de Economía Aplicada (Estructura, Hacienda y Economía Política) de la Universidad de Málaga.

SEBASTIAN, Miguel. Ph. D. por la Universidad de Minnesota y profesor titular del Departamento de Economía Cuantitativa de la Universidad Complutense de Madrid.

SERVEN DIEZ, Luis. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense y Ph. D. por el Massachusetts Institute of Technology. Pertenece al equipo de investigadores de FEDEA.

TANZI, Vito. Economista del Fondo Monetario Internacional.

TERMES CARRERO, Rafael. Nació en Sitges (Barcelona) el 5 de diciembre de 1918. Es Doctor Ingeniero Industrial; profesor de Finanzas del Instituto de Estudios Superiores de la Empresa de la Universidad de Navarra; miembro del Consejo de Administración del Banco Popular Español y Consejero Delegado del mismo, aunque en suspensión de funciones mientras sea Presidente de la AEB; Presidente de Honor del Instituto Español de Analistas de Inversiones; ex-Presidente, en nombre de España, de la Federación Europea de Asociaciones de Analistas Financieros, con sede en París; Presidente de la Asociación Española de Banca Privada (AEB); Vicepresidente de la Federación Bancaria de la Comunidad Económica Europea; Vocal-Contador del Comité Ejecutivo de la Confederación Española de Organizaciones Empresariales (CEOE); Vocal del Comité Económico y Social de la Comunidad Económica Europea; Vocal del Consejo Rector de la Asociación para el Progreso de la Dirección, y Vocal del pleno del Consejo Superior de Cámaras Oficiales de Comercio, Industria y Navegación de España. Es Académico Numerario de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras y posee, entre

otras condecoraciones, la Gran Cruz de la Orden del Mérito Civil y la Legión de Honor.

TRUJILLO DEL VALLE, José A. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense y Ph. D. por la Universidad de Minnesota. Pertenece al equipo de investigadores de FEDEA. Es profesor titular de Teoría Económica en el Departamento de Economía Cuantitativa de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Complutense.

VALLE SANCHEZ, Victorio. Es catedrático de Hacienda Pública. Su actividad profesional en el campo de la investigación económica se ha desarrollado tanto en la Universidad como en centros oficiales y privados. Ha sido Director General de Política Financiera en el Ministerio de Economía, Presidente del Banco Hipotecario de España y Director Adjunto de la Confederación Española de Cajas de Ahorros. Actualmente es Director Adjunto de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social (FIES), de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ALBACETE
ALBACETE

CAJA DE AHORROS DE ALICANTE Y MURCIA
ALICANTE

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ALICANTE
ALICANTE

MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE ALMERIA
ALMERIA

CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS DE ANTEQUERA
ANTEQUERA (MALAGA)

CAJA DE AHORROS DE AVILA
AVILA

MONTE DE PIEDAD Y CAJA GENERAL DE AHORROS DE BADAJOZ
BADAJOZ

CAJA DE BARCELONA
BARCELONA

CAJA DE PENSIONES PARA LA VEJEZ Y DE AHORROS DE CATALUÑA Y BALEARES
BARCELONA

CAJA DE AHORROS DE CATALUÑA
BARCELONA

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE BILBAO
BILBAO

CAJA DE AHORROS VIZCAINA
BILBAO

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DEL CIRCULO CATOLICO DE OBREROS DE BURGOS
BURGOS

CAJA DE AHORROS MUNICIPAL DE BURGOS
BURGOS

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE CACERES
CACERES

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE CADIZ
CADIZ

CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS DE CARLET
CARLET (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE CASTELLON
CASTELLON

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE CEUTA
CEUTA

MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE CORDOBA
CORDOBA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE CORDOBA
CORDOBA

CAJA DE AHORROS DE GALICIA
LA CORUÑA

CAJA DE AHORROS DE CUENCA Y CIUDAD REAL
CUENCA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GIRONA
GIRONA

CAJA GENERAL DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE GRANADA
GRANADA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE GRANADA
GRANADA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GUADALAJARA
GUADALAJARA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE HUELVA
HUELVA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE JAEN
JAEN

CAJA DE AHORROS DE JEREZ DE LA FRONTERA
JEREZ DE LA FRONTERA (CADIZ)

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE LEON
LEON

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE LA RIOJA
LOGROÑO

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID
MADRID

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE MALAGA
MALAGA

CAJA DE AHORROS COMARCAL DE MANLLEU
MANLLEU (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS DE MANRESA
MANRESA (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS LAYETANA
MATARO (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE MURCIA
MURCIA

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE ONTENIENTE
ONTENIENTE (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ORENSE
ORENSE

CAJA DE AHORROS DE ASTURIAS
OVIEDO

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE LAS BALEARES
PALMA DE MALLORCA

CAJA INSULAR DE AHORROS DE CANARIAS
LAS PALMAS DE GRAN CANARIA

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL DE PAMPLONA
PAMPLONA

CAJA DE AHORROS DE NAVARRA
PAMPLONA

CAJA DE AHORROS DE PLASENCIA
PLASENCIA (CACERES)

CAJA DE AHORROS DE POLLENSA
POLLENSA (BALEARES)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE PONTEVEDRA
PONTEVEDRA

MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE RONDA
RONDA (MALAGA)

CAJA DE AHORROS DE SABADELL
SABADELL (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS Y SOCORROS DE SAGUNTO
SAGUNTO (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE SALAMANCA
SALAMANCA

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL
DE SAN SEBASTIAN—DONOSTIAKO AURREZKI KUTXA MUNICIPALA
SAN SEBASTIAN (GUIPUZCOA)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GUIPUZCOA
SAN SEBASTIAN

CAJA GENERAL DE AHORROS DE CANARIAS
SANTA CRUZ DE TENERIFE

CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA
SANTANDER

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGORBE
SEGORBE (CASTELLON)

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGOVIA
SEGOVIA

MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE SEVILLA
SEVILLA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL SAN FERNANDO DE SEVILLA
SEVILLA

CAJA GENERAL DE AHORROS
Y PRESTAMOS DE LA PROVINCIA DE SORIA
SORIA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TARRAGONA
TARRAGONA

CAJA DE AHORROS DE TERRASSA
TERRASSA (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TOLEDO
TOLEDO

CAJA DE AHORROS DE TORRENT
TORRENT (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS DE VALENCIA
VALENCIA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE VALENCIA
VALENCIA

CAJA DE AHORROS POPULAR DE VALLADOLID
VALLADOLID

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE VALLADOLID
VALLADOLID

CAJA DE AHORROS
MUNICIPAL DE VIGO
VIGO (PONTEVEDRA)

CAJA DE AHORROS DEL PENEDES
VILAFRANCA DEL PENEDES (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE LA CIUDAD DE VITORIA
VITORIA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE ALAVA
VITORIA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ZAMORA
ZAMORA

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA
ZARAGOZA

CAJA DE AHORROS DE LA INMACULADA
ZARAGOZA