

DEUDA Y ECONOMIA

Dr. Bernardo Carlino

Respecto al tema que nos convoca hoy, eludiré la reseña historiográfica de la deuda pública argentina y reduciré al mínimo cifras y jerga de economistas; tampoco esquivaré referencias a nuestro país.

Las cuestiones subyacentes son:

¿Es conveniente el endeudamiento público?

¿Hay un límite para ello?

¿Tiene relación con el crecimiento económico?

Deuda pública es lo que debe la administración pública (estatal, provincial, municipal) y a ella me referiré. La deuda externa es la suma de lo que deben gobierno, empresas y familias a los de afuera del país. No debemos confundir deuda pública con deuda externa.

Es oportuno resaltar que la concepción de la macroeconomía, tal como se la conoce hoy, es relativamente nueva y sus aportes más importantes producto de la perplejidad que en el campo del conocimiento provocaran las consecuencias de la Gran Depresión de la economía global registrada en los años 1929-30 y los desbarajustes de las dos Guerras Mundiales.

También es conveniente consignar que debe distinguirse la economía normativa, que se preocupa del “deber ser”, de la economía positiva que se ocupa de lo que “está siendo”.

Cito un ejemplo simple: para la primera, el costo de la corrupción es un problema que debe atacarse conjuntamente con la penalización codificada por la moral pública imperante. Mientras que la segunda puede acudir al postulado verificado de que un producto, cuanto más abundante, más barato; por lo tanto, cuanto más corrupción, es menor su costo. Idéntico esquema puede utilizarse para considerar la prohibición o liberación económica del consumo de cierto tipo de drogas.

Quiero mostrar con esto que mientras una se relaciona con los contenidos éticos y morales insertos dentro de una sociedad, la otra trata de proveer instrumentos de análisis y predictibilidad; estas dimensiones deben tenerse en cuenta cuando se critican aportes de la economía.

Un método de adquirir conocimiento, conocido como experimental, consiste en mantener invariantes los componentes de un sistema, y hacer variar solamente uno, de

manera de atribuir las modificaciones registradas, a esa variación. La repetición del experimento permite confirmar o desechar los resultados.

En el estudio de la Economía esta restricción de validez es difícil de conseguir y de allí que sus “leyes” están sujetas a limitaciones. No obstante lo cual, las repeticiones con similares resultados verificadas en experiencias históricas comparables, van consolidando una razonable predictividad.

La cuestión de la deuda pública debe ser puesta en escena en su relación con el impacto que provoca en la economía de un espacio soberano, y la medición clásica de ese impacto se enfoca en el crecimiento o el decrecimiento de su economía, o lo que es lo mismo, del Producto Bruto Interno o la Renta Nacional. Como dentro de este concepto se cuenta al empleo, la inflación, el comercio internacional y la política fiscal, resulta muy complejo atribuir una relación directa entre de la deuda pública y el crecimiento de la riqueza nacional.

Es decir, que no es suficiente establecer matemáticamente una correlación entre ambas: se debe comprobar, además, la relación causal entre una y otra. Y sobre esto no se ponen de acuerdo los economistas actuales.

Tampoco resulta claro si existe un límite al endeudamiento público, a partir del cual se tornará peligroso o desaconsejable, por lo que la preocupación de su estudio se orienta hacia la *sustentabilidad* de la deuda, más que a su cuantía relativa; concepto que se refiere a la capacidad de la economía interna para repagar su endeudamiento.

Cuando un país emite deuda, sus títulos pueden incluir la amortización del capital bajo diversos sistemas, todos a largo plazo. En la práctica hay títulos que se emiten casi a perpetuidad, ya que a su vencimiento se “pagan” mediante la emisión de otros títulos de deuda, y eso se debe a que el mercado de acreedores y proveedores de fondos en realidad no espera recuperar el capital a sus vencimientos, sino que produzcan una renta permanente. Claro está, cuando se trata de deudores de cumplimiento regular.

Justo es decir que cuando nuestro país comenzó a adquirir deuda, hace casi dos siglos, no se sabía todo lo que se conoce hoy de macroeconomía y de las relaciones entre sus variables, de allí las distorsiones que provocaron en la economía, a las que se sumaron los sucesivos cambios del sistema de relación entre monedas mundiales, desde el patrón oro, Bretton Woods y el Fondo Monetario Internacional, hasta la actualidad, donde el tamaño proyectado del Producto Bruto Interno, el potencial de recursos renovables y no renovables, la educación de la población y la calidad de sus instituciones junto con sus reservas internacionales, constituyen la garantía de los países emisores de deuda.

Muchos de los presentes recordarán las lecciones de historia del secundario donde se daba cuenta de la presencia de fragatas inglesas dispuestas a cañonear el puerto de Buenos Aires en demanda del pago de los empréstitos. Gran Bretaña era el

gran acreedor internacional, lugar que fue ocupado hegemónicamente luego por los Estados Unidos, hasta las aventuras militares de George W. Bush, y posteriormente compartido con la Unión Europea. Recordemos que el Club de París nace como una reunión de acreedores impagos de la República Argentina.

Hace unos días se llevó a cabo la cumbre de Asia-Pacífico en Pekín, que confirmó por primera vez desde la Segunda Gran Guerra que el equilibrio planetario tiene un nuevo orden geopolítico mundial de perímetro triangular, entre los Estados Unidos, Rusia y China. Este último país es la pieza clave y se estima que antes de 2020 reemplazará a EE UU como primera potencia económica del planeta, del que es hoy, por lejos, su primer acreedor.

A esto debe sumarse que China y Rusia acordaron abandonar el dólar en un futuro cercano, y adoptar el rublo y el yuan para todos sus intercambios comerciales bilaterales, que prometen ser colosales. Entre los cinco primeros países en orden a las reservas de oro y divisas internacionales que poseen, por lejos se sitúa China en el primer lugar, con diez veces mayor cantidad que los EE UU, que no figura en ese ranking.

En la historia económica del país, varias veces el sobre endeudamiento externo terminó en violentas crisis que significaron la necesidad de revisiones de contratos a gran escala y que se asociaron frecuentemente a casos de corrupción. Para no abrir juicios más recientes, la historia de nuestro primer empréstito, sancionado por la Junta de Representantes de Buenos Aires en 1822 para la gestión y colocación a un tipo mínimo del 70 %, da cuenta que Rivadavia aceptó constituir un consorcio que representara al Gobierno de Buenos Aires.

Este consorcio celebró en 1824 un acuerdo en Londres con la firma Baring Brothers & Co. por 1 millón de libras. Como la colocación en el mercado sería fácil, la Baring propuso colocarlos al 85 %, pagando 70 % a Buenos Aires y repartiéndose el 15 % de diferencia con el consorcio, que representaron 120.000 libras de comisión para el consorcio, y 30.000 para Baring.

El Estado de Buenos Aires por su parte empeñaba todos sus efectos, bienes, rentas y tierras, hipotecándolas al pago exacto y fiel de la suma de 1.000.000 de libras esterlinas y su interés.

Como no se había especificado cómo llegaba el dinero (por ese entonces el territorio se denominaba Provincias Unidas del Río de la Plata) el consorcio informó a la Casa Baring que la mejor manera era enviando letras giradas contra casas comerciales de prestigio que dieran garantías en Buenos Aires, una de las cuales pertenecía a dos miembros del consorcio. Al final, del millón de libras solo llegaron unas 560.000, en su mayoría en letras de cambio y una parte minoritaria en metálico. El empréstito se terminaría de pagar ochenta años más tarde.

En relación a los factores externos, el fin del sistema de Bretton Woods en 1971 y la abundante liquidez internacional provocada por el *shock* petrolero de 1973, iniciaron un proceso de crecimiento de los flujos financieros a bajas tasas de interés, en cuyo contexto la deuda del Sector Público argentino verificó un crecimiento sin precedentes que llegó a su fin en 1980.

Con el triunfo del paradigma monetarista, en 1982 el presidente de la Reserva Federal de los EE.UU, Paul Volcker, se embarcó en una agresiva suba de tasas de interés con el objetivo de contener el crecimiento de la inflación. Las consecuencias para la Argentina, cuya deuda externa se encontraba sujeta a tasas variables, fueron calamitosas, decretándose el *default* de la deuda pública en dicho año, a partir del cual y hasta hoy se mantuvo en *default* o bien en constantes reestructuraciones de los pasivos públicos.

Paso a precisar opinión sobre las cuestiones que enumeré al comienzo.

¿Cuál es la relación entre la deuda pública externa y la economía? Está en directa conexión con el destino del endeudamiento.

Cuando un Estado se endeuda con destino a la inversión pública, que a su vez estimula la inversión privada, hay maneras de calcular el beneficio social y el llamado efecto multiplicador. Los países emergentes o en desarrollo suelen utilizar el endeudamiento público para financiar las obras de infraestructura necesarias para estimular la inversión privada, en cuyo caso, los retornos fiscales de largo plazo de esas obras contribuyen a compensar el costo del endeudamiento.

La historia registrada del primer empréstito público comentado destinaba los fondos a la dotación de agua corriente y a la construcción del puerto de Buenos Aires, el establecimiento de pueblos en la nueva frontera, y la fundación de tres ciudades sobre la costa, entre Buenos Aires y Carmen de Patagones.

El endeudamiento en la Argentina, si bien similar al de otros países subdesarrollados en cuanto a sus orígenes, fuentes y cuantía, se caracterizó por una muy baja contrapartida en el aumento de la inversión pública y privada. Un proceso de endeudamiento es sólo justificable si sirve para financiar proyectos cuya rentabilidad económica o social superen los niveles de la tasa de interés, lo que posibilita la generación de recursos netos en el mediano y largo plazo.

En el caso argentino, desde hace mucho tiempo que la deuda pública tiene su origen en el financiamiento del déficit corriente del Estado y mientras esto no se corrija, no solo aumenta el nivel de la deuda sino que los acreedores suelen encarecer su refinanciación por la incidencia de lo que se conoce como “riesgo país”. Acaba de publicarse la noticia que da cuenta de la preparación de una emisión de deuda pública para financiar el déficit fiscal del ejercicio 2014, del orden de los 119 mil millones de pesos. Durante el mes de Septiembre, el déficit se triplicó en relación a igual mes de 2013.

Por el contrario, resulta de fácil comprobación que cuando un Estado ha tenido sus cuentas equilibradas o superavitarias, le ha sido posible canjear deuda en circulación por nuevas emisiones de menor costo o bien rescatarla para disminuirla su cuantía.

Si no se consigue financiar el déficit público con recursos fiscales genuinos, al Estado solo le queda apelar a la emisión monetaria sin respaldo, lo que provoca el “señoreaje” y produce el “impuesto inflacionario”. El señoreaje es un impuesto que pagamos todos desde que existe dinero, y más desde que éste se convirtió en papel. El impuesto inflacionario es la pérdida de capital de quienes tienen dinero como producto de la inflación.

Por señoreaje se entiende el beneficio que el derecho a emitir dinero puede constituir para el emisor, ya que el dinero en efectivo puede considerarse como un título de deuda que no paga intereses, con costo casi nulo. Como contrapartida, el emisor generalmente adquiere activos y paga bienes y servicios.

En algunos países, como en Colombia, parte de esa utilidad neta la recibe por ley el Presupuesto Nacional, permitiendo de esta manera al Gobierno financiar el gasto público. Cuando el Salvador, en cambio, dolarizó su economía el 1 de enero de 2001, perdió millones de dólares en concepto de señoreaje al no poder emitir su propia moneda. En los países del sur de Europa y en España, el señoreaje ha sido históricamente considerable.

Cuando estos recursos no son suficientes, el Estado debe recurrir al aumento de la deuda pública, pero si los ingresos del gobierno no alcanzan para poder financiar los costos asociados a la nueva emisión de deuda, o lo que es lo mismo, lo que se recauda no es suficiente para repagar los intereses de la deuda preexistente, y debe emitirse más deuda para pagar la deuda anterior durante cierto número de períodos consecutivos, se puede entender a la situación fiscal como no sostenible.

Para impedir que esto suceda varios países tienen una regla de oro o límite constitucional del déficit, cuyo objetivo es prohibir a un Gobierno gastar más de lo que recauda, o acotarlo a márgenes muy reducidos limitando así el crecimiento de la deuda pública, para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo.

Por ejemplo, en Alemania, el artículo 110 de la Constitución dispone que los ingresos y gastos del Estado deben estar equilibrados; el único caso en el cual esta regla no se aplica es el de la lucha contra perturbaciones del equilibrio económico mundial. España votó el 07 de septiembre de 2011 una enmienda de la Constitución introduciendo una regla de oro presupuestaria, que limita al 0.4% el déficit estructural anual del Estado (central, autonómico y municipal) a partir de 2020.

En Suiza, el artículo 126 obliga al Gobierno Federal a mantener en equilibrio a largo plazo los gastos y los ingresos, mientras que en Estados Unidos la Constitución no tiene una cláusula expresa, pero su artículo 1º (sección 8) confiere al Congreso el poder

exclusivo de incurrir en deudas, el que fija un techo que queda en vigor hasta que el déficit presupuestario incrementa la deuda en exceso del límite.

La deuda pública también permite ejecutar políticas anticíclicas: en una situación de recesión resulta conveniente expandir el gasto financiándolo con deuda cuando no se tienen reservas, para contrarrestar la caída de la demanda privada y, por ende, de la producción. Esta política anticíclica resulta conveniente socialmente porque evita el derroche de recursos y la desocupación que conlleva una recesión profunda.

¿Existe una unidad de medida para establecer un límite a partir del cual el endeudamiento público puede tornarse inmanejable?

Hace poco, dos acreditados investigadores (Reinhart y Rogoff) tuvieron que reconocer errores de medición cuando postularon que el 90% del Producto Bruto Interno señalaba la existencia de una relación causal directa entre deuda y crecimiento económico negativo, mientras que otros economistas advierten que la relación deuda/crecimiento es mucho más compleja dado que existen numerosas variables que difieren de país en país y de momento en momento, que pueden llevar a diferentes resultados.

Una cosa es que exista una correlación entre deuda y crecimiento pero eso no basta para inferir una relación de causalidad ni menos para especificar un umbral determinado.

La economía de Estados Unidos, amenazada constantemente de situarse al borde del “acantilado fiscal” es el más claro ejemplo: superó el año pasado el 100% de deuda pública respecto al PBI y tuvo un crecimiento del 2,2 por ciento. En los últimos 250 años Gran Bretaña ha tenido una deuda pública promedio del 100% del PBI, con muchísimos años llegando al 200%. Y no ha pasado nada. Alemania muestra un endeudamiento cercano al 82% de su PBI.

Países como Japón, hace tiempo que viven cómodamente con un endeudamiento superior al 200 %. La evolución del indicador deuda/PBI, además, está afectada por el hecho de que, como la deuda está en gran parte denominada en moneda extranjera y el PBI en moneda local, la relación entre ambos se ve afectada por la apreciación o depreciación cambiaria.

El debate sobre si la deuda pública es o no perjudicial para el crecimiento económico continúa en pleno desarrollo. De hecho, ninguno de los trabajos de la literatura sobre las relaciones entre deuda y crecimiento puede afirmar sólidamente que la deuda tiene un efecto causal en el crecimiento económico.

Para reducir la deuda pública es necesario tener superávit y esto casi nunca ocurre. España, Alemania y Gran Bretaña sólo han tenido superávit público y muy pequeño, en 3 años de los últimos 22; Argentina los mantuvo durante un quinquenio en

la década pasada. Francia, Italia y Estados Unidos, nunca. Lo que sí se puede hacer es reducir la deuda pública como porcentaje del PBI, y para ello no hay otro método que aumentarlo, es decir crecer.

Para crecer es necesario el aumento de la inversión pública y privada y cuando no está disponible el crédito interno, es necesario recurrir al externo.

En este momento todavía existe una gran liquidez internacional, con lo cual los financiamientos a países emisores considerados “libres de riesgo” se efectúan a tasas muy bajas. Si la Argentina pudiera obtener fondos a esas tasas, y aplicarlos eficientemente a proyectos con alta rentabilidad social, necesarios para apuntalar el crecimiento del país sin volver a situaciones en las cuales los fuertes vencimientos de los servicios de la deuda fueron factores de desequilibrio, la toma de deuda podría tener consecuencias positivas tanto a corto como a largo plazo.

Lo que sin embargo es una enseñanza clave de la historia es que hemos tenido muchos más problemas por exceso de deuda que por no tomar deuda. La situación actual, en la cual la deuda pública en relación al PBI es del orden del 20% –inferior al ratio correspondiente a la abrumadora mayoría de los países del mundo, y en particular, de los países de desarrollo similar o mayor– constituye una oportunidad histórica para encarar la senda del crecimiento evitando el endeudamiento irresponsable, y no volver a tener crisis vinculadas con una carga excesiva de la deuda pública.

Hasta ahora, en esta materia, el país ha venido haciendo mucho equilibrio en la cuerda floja, juego que puede terminar con la caída de los acróbatas.