

LA DEUDA PÚBLICA

*Comunicación del académico de número Ricardo López Murphy,
en la sesión privada de la Academia Nacional de Ciencias
Morales y Políticas, el 22 de julio de 2020*

Las ideas que se exponen en los ANALES son de exclusiva responsabilidad de los autores, y no reflejan necesariamente la opinión de dicha publicación, ni la de la Academia Nacional de Ciencias Morales y Políticas.

ISSN: 0325-4763

Hecho el depósito legal

© Academia Nacional de Ciencias Morales y Políticas
Avenida Alvear 1711, P.B. - Tel. y fax 4811-2049 (1014)
Buenos Aires - República Argentina
www.ancmyp.org.ar
ancmyp@ancmyp.org.ar

**ACADEMIA NACIONAL DE CIENCIAS
MORALES Y POLÍTICAS
JUNTA DIRECTIVA 2019 / 2020**

Presidente..... Académica Lic. Marita CARBALLO
Vicepresidente .. Académico Dr. Horacio JAUNARENA
Secretario Académico Dr. Santiago KOVADLOFF
Tesorero Académico Dr. Adalberto RODRÍGUEZ GIAVARINI
Prosecretario ... Académico Ing. Manuel A. SOLANET
Protesorero.... Académico Dr. Ricardo LÓPEZ MURPHY

ACADÉMICOS DE NÚMERO

Nómina	Fecha de nombramiento	Patrono
Dr. Horacio A. GARCÍA BELSUNCE.....	21-11-79	Rodolfo Rivarola
Dr. Alberto RODRÍGUEZ VARELA.....	28-07-82	Pedro E. Aramburu
Dr. Natalio R. BOTANA.....	11-07-84	Fray Mamerto Esquiú
Dr. Horacio SANGUINETTI.....	10-07-85	Julio A. Roca
Dr. Leonardo MC LEAN.....	22-04-87	Juan B. Justo
Dr. Gregorio BADENI.....	18-12-92	Juan Bautista Alberdi
Dr. Eduardo MARTIRÉ.....	18-12-92	Vicente Fidel López
Dr. Isidoro J. RUIZ MORENO.....	18-12-92	Bernardino Rivadavia
Dr. Jorge R. VANOSSI.....	18-12-92	Juan M. Gutiérrez
Dr. René BALESTRA.....	14-09-05	Esteban Echeverría

Dr. Alberto DALLA VÍA.....	14-09-05	Félix Frías
Dr. Rosendo FRAGA.....	14-09-05	Cornelio Saavedra
Dr. Juan Vicente SOLA.....	14-09-05	Deán Gregorio Funes
Dr. Carlos Pedro BLAQUIER.....	27-08-08	Nicolás Matienzo
Ing. Manuel SOLANET.....	27-08-08	Joaquín V. González
Dr. José Claudio ESCRIBANO.....	27-05-09	Domingo F. Sarmiento
Dr. Rodolfo Alejandro DÍAZ.....	14-04-10	Dalmacio Vélez Sarsfield
Dr. Santiago KOVADLOFF.....	14-04-10	Estanislao Zeballos
Dr. Vicente MASSOT.....	14-04-10	Fray Justo Santa María de Oro
Dr. Felipe DE LA BALZE.....	14-04-10	Bartolomé Mitre
Lic. Marita CARBALLO.....	26-10-11	Roque Sáenz
Peña Dr. Héctor A. MAIRAL	26-10-11	Carlos Pellegrini
Dr. Eduardo Martín QUINTANA.....	26-10-11	Vicente López y Planes
Dra. María Angélica GELLI	12-12-12	Antonio Bermejo
Dr. Adalberto RODRÍGUEZ GIAVARINI.	12-12-12	Adolfo Bioy
Almte. Enrique MOLINA PICO	12-12-12	José de San Martín
Monseñor Héctor AGUER.....	10-09-14	Ángel Gallardo
Dr. Horacio JAUNARENA.....	10-09-14	Mariano Moreno
Dr. Luis Alberto ROMERO	10-09-14	Nicolás Avellaneda
Dr. Marcos AGUINIS	24-08-16	Benjamín Gorostiaga
Dr. Ricardo LÓPEZ MURPHY	24-08-16	Miguel de Andrea
Dr. Carlos ROSENKRANTZ.....	09-10-19	Manuel Belgrano
Lic. María SAÉNZ QUESADA.....	09-10-19	Justo José de Urquiza
Dr. Julián A. DE DIEGO.....	09-10-19	José María Paz

LA DEUDA PÚBLICA

Por el académico DR. RICARDO LÓPEZ MURPHY

Introducción

Las dificultades que reiteradamente ha presentado nuestro país con el manejo del crédito público, externo e interno, ha motivado que sea una temática de debate la cuestión del endeudamiento y sus implicancias en materia de desempeño económico, tanto en la dimensión de crecimiento y acumulación de capital como en materia de riesgos inflacionarios.

El propósito de esta nota será abordar diferentes dimensiones que informan y condicionan esta temática, así como implicancias de su gestión que a veces se encuentran subestimadas. En general se abordará algunas facetas que subyacen en esta cuestión y que a veces se dan por sobreentendidas, esperando que dichos conceptos ayuden a ilustrar una mejor consideración del fenómeno.

La existencia de crédito

Resulta conocido que a medida que las economías se vuelven más sofisticadas, comienzan a realizar transacciones intertemporales, donde unidades económicas superavitarias o ahorristas netas, cuyos ingresos son superiores a los gastos del período, prestan a otras unidades económicas deficitarias, es decir,

que gastan más que los ingresos del mismo período. La clave aquí es que la existencia de crédito depende primero de la existencia de esas diferencias de comportamiento y de la existencia de un mercado donde realizar esas transacciones.

La existencia de crédito es la base conceptual, que da lugar a la construcción ya más compleja de mercados financieros y de capitales. Solo bajo esa circunstancia es posible que se puedan colocarse tanto deudas de carácter público como del sector privado.

El crédito requiere un marco institucional, confianza en que los emisores cumplirán con los compromisos establecidos, la existencia de un mecanismo jurídico que asegure dicho comportamiento y finalmente la confianza que estas costumbres y prácticas serán rutinarias, repetidas, construyendo una reputación que con el tiempo va creando la profundidad para financiamientos de gran envergadura.

La confianza y la credibilidad son factores decisivos en esta construcción evolutiva y requieren un comportamiento que solidifique la previsión por parte de los actores económicos que esa confianza no será defraudada por incumplimientos o actitudes inconsistentes. La pérdida de esos atributos, del prestigio de un deudor confiable, que merece confianza y crédito, en general, requiere un largo proceso de reconstrucción de la reputación, así como de conductas que implican un cambio irreversible.

Debe entenderse que se trata de un juego recurrente y los antecedentes tienen un peso significativo, así como, las capacidades punitivas, en términos de costo del capital y posibilidades de crecimiento, para aquellos agentes económicos que desmerecen una apreciación favorable.

Por esta razón construir mercados de crédito amplios diversificados y profundos, requiere persistencia, reglas de juego confiables y efectivas y una disposición para apreciar correctamente la inviabilidad de conductas antojadizas u oportunistas.

El resultado de comportamientos inadecuados e incumplidores, será el colapso tanto del mercado de capitales como

del financiero, en relación a países de similar ingreso per cápita, por cuanto no habrá agentes que quieran participar en una actividad, que no se realice bajo estos presupuestos de fe pública.

La deuda pública

Ella proviene como fue señalado, del déficit de ahorro del gobierno respecto a la inversión pública. Intertemporalmente, los desahorros de hoy requieren superávit futuro o en la versión atenuada de una economía dinámica, que el crecimiento del PBI nominal resulte mayor al de la deuda pública. En muchos casos, alcanza para conservar una calificación positiva, con que se pueda mantener un volumen de deuda estable con respecto al PBI.

Los déficits públicos o insuficiencia de ahorro, requieren, como ha quedado claro del punto anterior, la existencia de crédito en general y en particular de crédito público.

Esto presupone dos dimensiones importantes, solvencia y liquidez. La primera se refiere a que los créditos van a poder ser repagados porque los ingresos o la disponibilidad de nuevos créditos permitirá afrontar sus vencimientos y la segunda, a que los vencimientos serán afrontados cuando ellos ocurren, sin dilación u obstáculos.

En una economía estable institucionalmente y con dinamismo en el crecimiento, los vencimientos se refinancian y la solvencia se relaciona a que los superávits primarios requeridos para afrontar los intereses se pueden obtener y de ese modo se evita un ritmo creciente y explosivo para relación de la deuda pública con el PBI.

El peso de la deuda

La deuda pública tiene un peso significativo si los agentes económicos no descuentan correctamente la implicancia de mayores

impuestos futuros cuando la misma crece o, dicho de otro modo, los agentes económicos toman a la misma como riqueza neta.

Ello puede inducir a un menor ahorro y en consecuencia a un menor ritmo de acumulación de capital, generando un abatimiento del ritmo de crecimiento económico y de la creación de empleo. También puede afectar la distribución del ingreso al propiciar una menor capitalización de la economía, aceptando la hipótesis plausible de una imperfecta e inelástica sustitución del capital por el trabajo.

Este menor ahorro lleva a un desplazamiento de la inversión privada, generando un efecto conocido en la literatura como crowding out.

Si son posibles las transacciones externas, se podría gravar este efecto con el conocido problema de la transferencia, ya que se aprecia el tipo de cambio cuando crece el endeudamiento público y se deprecia cuando se la debe repagar. Dependiendo de cuan cerrada al comercio internacional sea la economía este efecto puede ser muy significativa creando una distorsión adicional en la variabilidad de los precios relativos sino se prevé adecuadamente la distorsión que estas variaciones del endeudamiento público generan en el tipo de cambio de equilibrio de la economía. Ello se percibe cuando se calcula el peso de la deuda en la relación con un PBI revaluado en la moneda extranjera, así como el efecto contrario, cuando debe cancelarse en términos netos la misma.

El costo de la deuda publica

La tasa de interés es el precio de transformar bienes presentes en bienes futuros, reflejando las preferencias temporales, la tasa de crecimiento y la elasticidad de sustitución entre los mismos.

El sector público es un agregado de proyectos de inversión, en general de dilatada maduración.

El tamaño del mismo depende en consecuencia, entre otros elementos, del costo del capital.

Una mayor tasa de interés, en los mercados de capital implica entonces la conveniencia de ir reduciendo el tamaño del sector público, a través de un menor endeudamiento.

El costo del fondeo público tiene dos dimensiones, en primer término, el costo marginal creciente de un mayor endeudamiento, que debe ser imputado al costo de nuevas actividades y que es fácilmente advertible en una economía abierta, como la prima de riesgo y el sobre costo que ello implica para el sector estatal y, por otro lado, en segundo término, que la demanda de fondos públicos ocurre en un mercado distorsionado por el tratamiento de los ingresos de capital.

En otros términos, la tasa de remuneración al ahorrista es muy inferior a la tasa de rendimiento del capital en la inversión privada, por la carga tributaria que pesa sobre ambas dimensiones, esto es inversión y ahorro.

Tanto más serio y costoso es este efecto cuanto más inelástico a la tasa de interés resulte el ahorro agregado. En el caso extremo keynesiano cuando el ahorro solo depende del ingreso corriente, el costo de capital es el rendimiento del capital incluyendo el pago de impuestos.

Esta cuestión es muy importante cuando se discute el crowding in, esto es reducir la deuda por superávit, ya sea efectivo o por un menor crecimiento de la deuda pública en relación al crecimiento del PBI. Allí tenemos una poderosa externalidad por cuanto esa brecha entre la tasa que se paga al ahorrista y la tasa de rendimiento al capital, es un guarismo discreto y constituye una enorme distorsión, para promover un mayor crecimiento de la economía, generado por la menor deuda neta del sector público y su impacto sobre la mayor inversión privada ponderada por la brecha de rendimientos.

La existencia de activos y deudas no explícitas

En la consideración de esta cuestión debe haber otra dimensión, que es la existencia de deuda implícita, de enormes dimensiones, escondida en el sistema de reparto jubilatorio, donde no se explicitan los adeudos futuros.

Un problema similar ocurre en los seguros de salud, principalmente en aquellos que cubren la población más añosa.

A medida que las poblaciones envejecen este tópico es fuertemente significativo. Recuérdese que en la década del cincuenta del siglo pasado el superávit corriente del sistema previsional federal alcanzo al 30% del PBI, durante la década. Naturalmente por las características del régimen no se registraban los pasivos contingentes mucho más significativos que se iban acumulando.

Por esta razón es muy diferente la evaluación de solvencia bajo regímenes previsionales diferentes.

En el caso de los que se organizan por capitalización de los aportes no están los pasivos ocultos del régimen de reparto, en consecuencia, la verdadera deuda es muy diferente. En el caso de los seguros de salud ocurre exactamente lo mismo.

Un tema similar debe considerarse cuando se registran como ingreso corriente las regalías y utilidades provenientes de recursos energéticos y minerales, que tienen un agotamiento previsible. El criterio noruego es ahorrar los mismo para hacer el patrimonio sustentable y solo utilizar la renta financiera de esos fondos como ingreso recurrente. En muchos casos esta falta de acumulación de fondos soberanos está escondiendo un deterioro del patrimonio que registra como ingreso corriente su depredación, creando una falsa sensación de solvencia.

El problema de la contabilidad publica

El criterio contable que se utiliza en las cuentas públicas es de flujo y no registra en consecuencia las amortizaciones del stock

de capital acumulado. Por lo tanto, la inversión neta de amortizaciones es en realidad sensiblemente más baja, siendo el desahorro del sector público mayor, al no computarse el consumo de capital por el mecanismo de registro de las transacciones públicas.

Esta es una razón muy poderosa para extremar la precaución con los desequilibrios del sector estatal, que conspiran contra la capitalización de la economía, la incorporación de tecnología y el aumento del empleo formal.

Como se reduce el exceso de endeudamiento

Ello requiere un programa estructural de consolidación fiscal que implica reducir sistemáticamente las deudas implícitas y explícitas del estado, asegurando un crecimiento del PBI mayor que la deuda pública o lo que es equivalente, reduciendo sistemáticamente el crecimiento de los gastos públicos en relación al PBI nominal y normalizar la recaudación a tributos sostenibles en términos de la inversión neta positiva del sector privado, que es la mejor medición del peso del sector público, sobre el sistema generador de valor e impuestos de la sociedad civil.

En principio ese programa es muy expansivo por las externalidades mencionadas, en particular por el colapso del riesgo país, de una alternativa de esa magnitud. Solamente basta pensar lo que ocurriría si el riesgo país de la República Argentina se redujera los niveles de la hermana República de Chile