

ALGUNAS CONSIDERACIONES ACERCA DEL FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT FISCAL EN LA ARGENTINA

I. INTRODUCCION

Los desequilibrios fiscales pueden, ocasionalmente, tener efectos beneficiosos sobre la economía, fundamentalmente en períodos de recesión, cuando hay una relativa estabilidad de precios y los déficits no son suficientemente importantes como para desplazar al sector privado dentro del gasto total de la economía. De hecho, en tales períodos, es posible que el desequilibrio sea la consecuencia y no la causa de la recesión. Sin embargo, no es este tipo de coyuntura la que se ha dado en la Argentina en los últimos tiempos.

Los déficits continuos y elevados, que se manifiestan en nuestro país, forzosamente terminan perjudicando a la economía. Sus efectos pueden revestir la forma de inflación, desempleo, desequilibrio del sector externo, tasas de interés elevadas, asignación ineficiente de recursos, fuertes tensiones, elementos que suelen desembocar en tensiones de carácter social. Aunque algunos de estos efectos son inevitables con los déficits fiscales permanentes y elevados, las repercusiones específicas de los mismos sobre las distintas variables económicas, dependerán tanto de la forma en que se financien, como del contexto global en el que se desenvuelve la actividad económica.

El objetivo de este trabajo es analizar cómo afectan algunas formas de financiamiento del déficit fiscal a variables económicas en la actual etapa del plan económico de estabilización, el denominado Plan Austral, implementado en junio de 1985. Este análisis se limita a aclarar algunos puntos específicos y no pretende llegar a conclusiones definitivas sobre un aspecto de tan singular relieve dentro de la problemática económica argentina que, por sus características particularmente complejas y cambiantes, hace bastante difícil de arribar a resultados de tal naturaleza.

El trabajo se divide en tres partes. Aborda en la primera, las actuales formas de financiamiento del déficit fiscal en nuestro país por la emisión de deuda pública interna. En la segunda parte trata de la recaudación indirecta de fondos a través del sistema financiero o sea, se ocupa del déficit cuasifiscal. Por último, en la tercera parte, se hace referencia a un aspecto que

afecta a los dos anteriores, el rol que juegan las expectativas (racionales) de los agentes económicos, Estado incluido.

II. EMISION DE DEUDA PUBLICA INTERNA

De acuerdo con el teorema de "equivalencia ricardiana" ¹, la financiación del desequilibrio fiscal vía emisión de títulos públicos no tendría efectos de orden macroeconómico. Esto es así porque "los agentes económicos privados, al actuar racionalmente, tendrían en cuenta el valor presente de todos los impuestos futuros que el gobierno debería cobrar cuando deba devolver el capital y pagar los intereses de la deuda; dedicarían entonces, una parte adicional de sus ingresos al ahorro, de modo de poder afrontar el pago de dichos impuestos" (Barro, 1974). Este argumento teórico, al ser llevado a la práctica, se encuentra con fuertes restricciones que conspiran contra su aplicabilidad. El teorema se basa en supuestos muy fuertes, como, por ejemplo, el de perfecta racionalidad. Es imposible que todos los individuos se comporten de manera racional. Además, sería fácil comprobar que, cuando los títulos de deuda tienen un vencimiento muy lejano, no todos los agentes económicos "racionales" se preocupan por el bienestar de las generaciones que los sucederán. Se ha observado también que los gobiernos no tienen demasiados prejuicios en pagar bonos con más bonos, y que este proceso deba necesariamente interrumpirse en el corto plazo. Se podrían agregar otros argumentos para demostrar la no aplicabilidad del teorema mencionado, pero los que acabamos de señalar parecen ya suficientes para concluir que la financiación del déficit por medio de la emisión de los títulos públicos no puede menos que producir efectos sobre las principales variables macroeconómicas ².

En principio, se puede admitir que esta forma de financiación produciría un desplazamiento del gasto privado, ya que para lograr que el sector privado absorba los títulos públicos, éstos deben ofrecer una renta adecuada. Si se considera, además, que los rendimientos que ofrece el Estado se reflejan en las tasas de interés del mercado, éstas serán altas y motivarán un efecto contractivo sobre el gasto privado a través de dos componentes: por un lado, una disminución en la demanda de inversión debido a que algunos proyectos ya no resultan rentables a los nuevos niveles de tasas de interés; y, por otro, una reducción en el consumo que es sustituido por el ahorro, ya que éste se torna más atractivo.

Existe también un segundo efecto sobre el nivel de demanda agregada y sobre las tasas de interés, pero su resultado global es incierto. El incremento en el stock de bonos involucra un aumento del patrimonio de los agentes económicos, que impulsa a la demanda de bienes, pero también a la de activos monetarios. Por lo tanto, se produce un desplazamiento de gastos del sector privado a favor de gastos del sector público: el fenómeno de *crowding-out*. La intensidad del mismo, *crowding-out* total o parcial, apare-

¹ Para un análisis detallado de este tema, ver, por ejemplo, el trabajo de Barro (1974).

² Un interesante análisis al respecto puede encontrarse en Santángelo (1986).

ce a priori indefinido; su determinación constituye un problema de orden empírico.

Otra línea teórica argumenta que la financiación del déficit fiscal vía emisión de la deuda pública interna no lleva al desplazamiento del gasto privado. "Si los títulos públicos representan un sustituto más cercano del dinero que del capital real —sostiene Dewald (1983, pp. 22-3)— un incremento de la oferta de bonos para financiar el déficit del gobierno se puede asimilar, en parte, a un aumento del dinero. En vez de comprimir el gasto privado, la emisión de bonos produce un incremento de la riqueza y de la demanda de bienes de consumo, y de allí un incremento —el *crowding in*— del gasto privado. En otros términos, en el caso de tratarse de títulos públicos con alto grado de liquidez (cercaos sustitutos del dinero), no habría motivos para que las tasas de interés fueran más altas y, por lo tanto, descarten algunos proyectos de inversión o que el ahorro reemplace al consumo.

La evidencia reciente en nuestro país parecería dar la razón, sin embargo, al argumento de *crowding-out*, ya que la gama de títulos públicos recientemente lanzada al mercado tiene como finalidad no sólo financiar déficits sino también absorber liquidez, lo que lleva al encarecimiento del crédito y genera los efectos apuntados más arriba.

El siguiente cuadro muestra como a medida que se incrementa la emisión y la circulación de títulos públicos (BAGON, BARRA, TIDOL) ³ también aumenta la tasa de interés del mercado no regulado. Es necesario aclarar que no se intenta establecer una relación de estricta causalidad entre ambas variables, sino simplemente mostrar la similar tendencia, tanto de sus valores absolutos como de su porcentaje de crecimiento mensual.

³ Las características de los títulos públicos lanzados al mercado para financiar el déficit fiscal durante el período marzo-junio de 1987. BARRA: A tres años, con amortización semestral en 5 cuotas iguales del 16% cada una y una final del 20% (primera amortización a los 6 meses). Ajustable en base a las tasas de interés libre a los precios mayoristas más 1,5% semestral (el que resultare mayor). Intereses semestrales del 1%. El título es al portador, cotizabile en Bolsa. BAGON: A cuatro años, con amortización semestral en 8 cuotas iguales del 12,5% cada una. Ajustable en base a la cotización de los cupones de los BONEX. Serie 1982, o en su defecto, por el precio de las láminas en la Bolsa Local. Intereses semestrales por la tasa LIBOR, pagaderos semestralmente. El título es al portador, cotizabile en Bolsa. TIDOL: A un año de plazo, con amortización al vencimiento. Ajustable por el tipo de cambio oficial, más una tasa de interés semestral, en base a la tasa LIBOR correspondiente a 180 días.

Cuadro 1

Títulos públicos emitidos en la Argentina para financiar el déficit público entre marzo y junio de 1987

Fecha de licitación	Títulos públicos (miles A)	Variación mensual (%)	Tasa de interés (%) ^a	Variación mensual (%)
30/marzo 87	914225	-----	3.4	-----
29/abril 87	1387160	51.73	5.2	52.94
27/mayo 87	1565230	12.83	6.2	19.23
25/junio 87	1840460	17.58	7.4	19.35

^a Tasa pasiva mensual no regulada para colocaciones a 30 días.

Fuente: FIEL, julio 1987.

III. DEFICIT CUASI-FISCAL

A partir de 1982, a instancias de las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional por la refinanciación de la deuda externa, se comienza a considerar el Déficit Cuasi-Fiscal (DCF), debido a la importancia creciente que toma como porcentaje del Producto Bruto Interno.

El DCF no es otra cosa que el resultado financiero del Banco Central de la República Argentina (BCRA), y se le puede definir como la diferencia entre los ingresos y egresos que no han sido considerados en el déficit fiscal, es decir, básicamente como la diferencia entre los ingresos del BCRA por sus activos internos y externos y los egresos por sus pasivos monetarios.

Siguiendo el análisis que realiza Javier González Fraga (1986), el déficit cuasi-fiscal tiene un doble origen: interno y externo. El principal determinante del primero es el resultado expansivo de la Cuenta de Regulación Monetaria (CRM), hasta su neutralización en abril de 1985⁴. A partir de ese momento, sus causantes fueron los ajustes e intereses de los Depósitos Indisponibles, los Certificados de Participación Transitoria (Letras Telefónicas) y Activos Financieros Obligatorios con los que el BCRA reguló el funcionamiento de las entidades financieras e intentó controlar el crédito⁵.

4 El resultado expansivo de la CRM fue neutralizado en abril de 1985 a través de la reducción de los encajes legales de los depósitos en caja de ahorros y a plazo fijo, sobre los cuales el BCRA pagaba a las entidades financieras una compensación por su inmovilización.

5 Regulaciones financieras del B.C.R.A.: DEPOSITO INDISPONIBLE: Circular "A" 617 del B.C.R.A. Inmovilización de la diferencia de capacidad prestable entre el 31.3.85 y el 1.4.85, originada en la disminución de los coeficientes de encaje de los depósitos en caja de ahorros y a plazo fijo. Devengaba intereses. BONIN. Activo financiero regulado. Circular "A" 641 del B.C.R.A. Aplicación forzosa sobre el crecimiento de los depósitos a tasa regulada (plazo fijo, caja ahorros) con respecto a la cartera del 31.3.85. Efectiviza intereses. BONOR: Activo financiero no regulado. Aplicación forzosa sobre el saldo de depósitos a tasa no regulada. Efectiviza intereses. DENOR: Depósito no regulado. Circular "A" 925 del B.C.R.A. Inmovilización por el saldo de BONOR más las reservas sobre depósitos a tasa no regulada a octubre de 1986. Los intereses son devengados en un porcentaje mayoritario, y efectivizado el resto.

En cambio, el DCF de origen externo aparece con el establecimiento de los seguros de cambio, ya que la tasa de ajuste de los mismos fue, en general, inferior a la tasa de devaluación; por lo tanto, el BCRA se encontró con activos que devengaban un ajuste menor al crecimiento del precio de mercado de las divisas aseguradas.

Una distinción importante es la que se realiza entre el DCF "devengado" y el "de caja". El primero, como su nombre lo indica, es aquél aún no efectivizado, aunque sí contabilizado; en otros términos, aquel que aún no ha producido efecto monetario. El segundo, no es otra cosa que monetizar los intereses de la deuda. El DCF devengado, puede subdividirse a su vez en aquél con fecha cierta de efectivización (convirtiéndose de este modo en "de caja") y aquél sin fecha cierta de efectivización. Ejemplos del primer tipo son los Activos Financieros Obligatorios, cuyos intereses se acreditan periódicamente en las cuentas de las entidades financieras en el BCRA. Ejemplos del segundo tipo son los Depósitos Indisponibles, cuyos ajuste y/o intereses se capitalizan en las mismas Cuentas Especiales de las entidades financieras en el BCRA. Otro ejemplo del segundo tipo, lo constituye el DCF de origen externo, ya que las sucesivas refinanciaciones de la deuda externa, hacen difícil estimar cuándo se efectivizarán. La diferencia entre ambas subdivisiones está no sólo en el efecto monetario, sino además —y muy importante— en las expectativas que generan en los agentes económicos. Este aspecto será tratado en el siguiente punto.

Es interesante, a esta altura del análisis, buscar una explicación al uso abusivo que hace el BCRA del sistema financiero en pos de captar fondos para el Estado. Uno de los motivos fundamentales está, sin lugar a duda, en la pequeñez del mercado de capitales en nuestro país. Esta circunstancia hace que el Estado no pueda comercializar directamente la deuda no monetaria, a menos que se endeude en el exterior, agravando con ello su posición deudora con el resto del mundo. Por lo tanto, la venta obligada de títulos públicos a las entidades financieras proporciona al gobierno acceso a recursos del sector privado, lo que se lleva a cabo mediante un elaborado sistema de requisitos de encaje (coeficientes de reservas legales, depósitos indisponibles, activos financieros obligatorios, etc.). Para las instituciones financieras, esta situación implica la necesidad de desenvolverse de manera permanente en condiciones de "represión financiera" (Mc Kinnon y Mathieson 1986, p. 240).

Tal estado de cosas trae aparejada, para los bancos comerciales, una situación de estrangulamiento en su operatoria tradicional de intermediación financiera (tomar depósitos/efectuar préstamos). El efecto directo de las altas reservas globales (encajes y otros) es una muy reducida capacidad prestable, lo que a su vez trae como consecuencia la necesidad de ampliar el spread financiero (diferencial entre tasas activas y pasivas) de la operatoria no regulada. En otras palabras, aumentar no sólo las tasas activas, lo que encarece el crédito, sino también la de reducir las tasas pasivas, lo que desplaza depósitos del sistema financiero institucionalizado hacia mercados paralelos o marginales, y reduce de este modo la base de recaudación para que el Estado financie su déficit. Este proceso de desmone-

tarización de la economía trae como consecuencia la necesidad de "usar" el impuesto inflacionario. En otros términos, los encajes demasiado elevados contraen indebidamente la proporción en que los depósitos a plazo se incorporan al sistema, al par que disminuyen el ingreso real del gobierno. Tal como lo señalan Mc Kinnon y Mathieson (1986 p. 240), "contrariamente a lo que podrían sugerir los sencillos modelos de libros de texto sobre el multiplicador del dinero, el incremento de los requisitos de encaje puede ser inflacionario y no deflacionario".

IV - LAS EXPECTATIVAS RACIONALES

Se enfoca aquí el tema de las expectativas racionales en el sentido de la teoría de los juegos. Existen dos partes (el sector público y el privado), cada una tratando de averiguar que está haciendo la otra. Las acciones o reacciones que tienen lugar dependen de la forma en que se evalúan los movimientos estratégicos de la otra parte.

En particular, se considera relevante la reacción de los agentes económicos ante los anuncios (u ocultamientos) respecto al déficit fiscal por parte de las autoridades económicas o el BCRA. Tal reacción es, sin duda, disímil para los distintos individuos, con distintos grados de aciertos y errores acerca de qué es lo que realmente van a hacer las autoridades. Del otro lado, también las autoridades suponen conductas de los agentes económicos ante sus anuncios; también en este caso, con variedad de aciertos y errores.

La idea básica del argumento es que "pueden desarrollarse situaciones en las cuales tanto el público como el BCRA continúan efectuando pronósticos erróneos de sus acciones mútuas por períodos prolongados de duración impredecible, generando entonces desequilibrios persistentes caracterizados por la incompatibilidad de las expectativas" (Di Tata, 1983, p. 2). Esta tesis se puede aplicar a casos concretos analizados en este trabajo. Por ejemplo, ¿qué ocurrirá al vencimiento de los actuales títulos públicos, serán cancelados con dinero o con otros títulos? Otro caso interesante lo representan las distintas presunciones de los agentes económicos acerca del momento en que el déficit quasi-fiscal devengado se convierta en "de caja". ¿En qué momento las autoridades económicas producirán un ajuste cada vez que las variables que intenta controlar se escapan de su control?

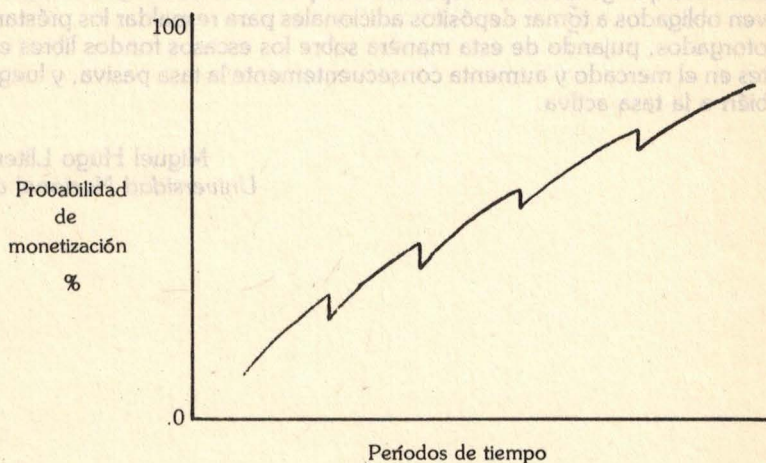
Los dos primeros ejemplos constituyen una ilustración de la presunción acerca del momento en que se monetizarán los déficits fiscales o cuasi-fiscales. Este aspecto afecta a variables macro y microeconómicas y es de singular importancia, ya que la monetización aludida puede producir bruscas variaciones de precios, caídas de tasas de interés, repentinos cambios en las decisiones de inversión, etc.

De verificarse el argumento seguido, es probable que los desequilibrios persistan, sin que haya consenso acerca del momento en que el BCRA monetizará la deuda. Al ignorar el momento preciso en que el gobierno tomará la decisión de abandonar su plan restrictivo, los fijadores de precios comenzarán a formar sus expectativas de forma probabilística, asignando una probabilidad positiva a un mayor crecimiento monetario. En estas circunstan-

cias, si el BCRA decidiera no aumentar la tasa de expansión de la cantidad de dinero y las expectativas de monetización se ven defraudadas período tras período, es posible que las mismas se disipen momentáneamente para retornar con más intensidad luego de superado el período de desaliento. Se puede representar un comportamiento de tal naturaleza por medio de una curva de expectativas de monetización de largo plazo, que será creciente, aunque con forma de serrucho, donde las caídas representan los momentos de disipación.

Figura 1

EXPECTATIVAS DE MONETIZACION DE LARGO PLAZO



El desenlace de largo plazo debería ser entonces que se efectivice la monetización, en este caso, nuevamente habría un proceso de formación de expectativas acerca del momento en que ésto ocurriría. La fundamentación de ésto, pasa por considerar que el nivel de las variables "claves" (precios por ejemplo) ya es el que corresponde al momento de la monetización, dado que buscan permanentemente anticiparse a la misma, presionando de esta forma sobre ella.

V. CONSIDERACIONES FINALES

A través de la combinación del tema de expectativas racionales de los agentes económicos (Estado incluido) con las principales formas de financiamiento del déficit fiscal en la actualidad, es factible arribar a algunas conclusiones que nos permitan explicar, aunque sea en forma parcial, el comportamiento de algunas variables económicas importantes.

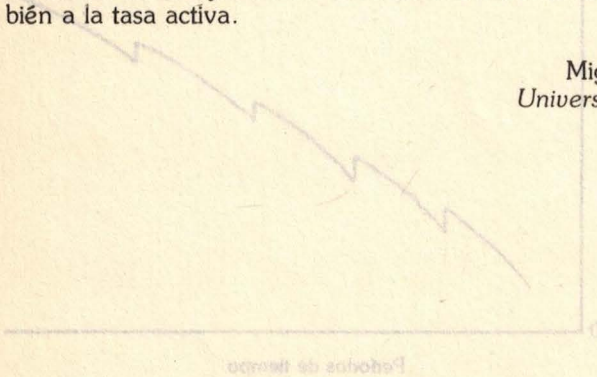
Pareciera resultar claro del análisis que la existencia de desequilibrios

fiscales financiados con emisión de deuda pública interna, o bajo la forma de déficit cuasi-fiscal, generan un impulso al *crowding out*, que, si bien no puede ser medido con exactitud, se puede estimar como muy elevado.

Las tasas de interés resultantes del proceso de financiación son elevadas, por varios motivos, entre ellos: a) efecto imitación de los altos rendimientos de los títulos públicos; b) ampliación del *spread* financiero como consecuencia de los altos encajes reales; y c) necesidad de restringir el crédito por parte de las autoridades para no perder el "control" de otras variables "clave" (precios, dólar marginal).

Una observación adicional merece la caída de rentabilidad que experimentan las entidades financieras como consecuencia del déficit cuasi-fiscal devengado: Esto es así porque en la medida en que el BCRA no efectiviza los intereses que generan los depósitos indisponibles, los bancos comerciales se ven obligados a tomar depósitos adicionales para respaldar los préstamos ya otorgados, pujando de esta manera sobre los escasos fondos libres existentes en el mercado y aumenta consecuentemente la tasa pasiva, y luego también a la tasa activa.

Miguel Hugo Lliteras
 Universidad Nacional del Sur



El desarrollo de largo plazo debería ser entonces que se efectivice la monetización, en este caso nuevamente habría un proceso de formación de expectativas acerca del momento en que ésta ocurrirá. La fundamentación de esta por considerar que el nivel de las variables "clave" (precios, dólares) por ejemplo, es el que corresponde al momento de la monetización, de lo que pueden determinarse anticipadamente a la misma, prestando de esta forma sobre ella.

V. CONSIDERACIONES FINALES

A través de la combinación del tema de expectativas racionales de los agentes económicos (Estado incluido) con las principales formas de financiamiento del déficit fiscal en la actualidad, es factible arribar a algunas conclusiones que nos permitan explicar, aunque sea en forma parcial, el comportamiento de algunas variables económicas importantes. Prácticamente resulta claro el análisis que la existencia de desequilibrios

REFERENCIAS

- BARRO, R.M. (1974), "Are Government Bonds Net Wealth". *Journal of Political Economy*, N° 6, vol. 82, diciembre.
- DEWALD, W.G. (1983), "Federal Deficits and Real Interest Rates: Theory and Evidence". *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, enero.
- Di TATA, J.C. (1983) "Brechas de credibilidad y desequilibrios persistentes: Algunos casos interesantes". *Series de Estudios Técnicos*, N° 54, marzo, Buenos Aires, B.C.R.A.
- GONZALEZ FRAGA, J. (1986), "Costo y Volumen del Crédito al Sector Privado en la Argentina. 4ª Convención de A.D.E.B.A.", agosto, Buenos Aires.
- McKINNON, B. y Mathieson, O. (1986), "El manejo de una economía reprimida". *Boletín del C.E.M.L.A.*, N° 5, vol. XXVIII, setiembre-octubre,
- SANTANGELO, R. (1983); "Planes de Ajuste y Endeudamiento Público". *Serie de Información Pública del B.C.R.A.*, N° 18, octubre.