

Referentes teóricos para el análisis de la deuda pública

(Recibido: noviembre/05–aprobado: enero/06)

*Fortunato Cuamatzin Bonilla**

Resumen

El propósito del artículo es presentar referentes teóricos para entender en forma adecuada la deuda pública como mecanismo de financiamiento del gobierno; lo cual significa analizar el mercado, los agentes, los diferentes usos, así como las implicaciones y consecuencias que genera la compra-venta de valores gubernamentales. En primer lugar, se expone la importancia de los mercados financieros. En segundo lugar, se analiza a la deuda como fuente de recursos para el gobierno, así como lo que debe entenderse por política de deuda pública. Finalmente, se abordan las diferentes implicaciones y consecuencias que representa y genera este mecanismo de financiamiento.

Palabras clave: deuda, deuda pública, política de deuda pública.

Calificación JEL: H60, H63.

* Profesor de la Benemérita Universidad Autónoma de Puebla (cuamatzin@hotmail.com).

Introducción

Sin duda, uno de los problemas más importantes que México enfrenta hoy es el de una cada vez mayor astringencia financiera en el sector público; lo que algunos analistas denominan como una verdadera crisis fiscal. Esta situación está asociada con las necesidades mayores de gasto, y con la dificultad de obtener los recursos suficientes para financiar esos gastos. En un contexto en el cual la base gravable es reducida y el incremento de impuestos es inviable o poco redituable políticamente, el gobierno, en sus distintos niveles (federal, entidades federativas y municipales), ha recurrido cada vez más al recurso de la deuda pública. Sin embargo, si esta forma de financiamiento se utiliza en forma indiscriminada, puede ser contraproducente y, en el mediano y largo plazo, generar más problemas de los que resuelve.

Así, el propósito del presente artículo es recuperar algunos referentes teóricos que proporcionen herramientas analíticas para entender en forma adecuada la deuda pública como mecanismo de financiamiento del gobierno; lo cual significa analizar el mercado, los agentes, los diferentes usos, así como las implicaciones y consecuencias generadas por la compra-venta de valores gubernamentales. Para ello, el trabajo se estructura de la siguiente manera: en una primera parte, se expone la importancia de los mercados financieros, en los que participan el gobierno a través de la emisión de títulos de deuda pública, y los inversionistas como demandantes y compradores de este tipo de activos financieros; la segunda parte analiza a la deuda como fuente de recursos para el gobierno, presenta algunas clasificaciones útiles para entender la composición de la deuda pública, así como lo que debe entenderse por dicha política. Finalmente, se abordan las diferentes implicaciones y consecuencias representadas y generadas por este mecanismo de financiamiento.

1. Los mercados financieros y los instrumentos de deuda pública

1.1 Los mercados financieros

Es importante iniciar esta parte ubicando a la deuda pública en el contexto de los mercados financieros, ya que los títulos de deuda gubernamental compiten con otro tipo de instrumentos por los recursos de los inversionistas, ante eso el gobierno debe considerar las características de estos mercados, así como las de aquellos agentes que participan en los mismos. En una economía de mercado existen diferentes tipos de agentes encargados de propiciar encuentros entre oferentes y demandantes de una gran variedad de bienes y servicios. Un mercado es una institu-

ción que permite, a través del mecanismo del precio, igualar la cantidad demandada con la cantidad ofrecida de un bien o servicio (Miller y Meiners, 1990).¹

En este sentido, se pueden ubicar dos grandes tipos de mercado, el de productos (bienes manufacturados y servicios) y el mercado de factores (mano de obra y capital). Los instrumentos de deuda pública, junto con otro tipo de instrumentos de inversión, integran lo que se conoce como *mercado financiero*, el cual forma parte a su vez, del mercado de factores. Por su parte, los intermediarios financieros son los agentes económicos que participan en estos mercados y sirven de vínculo entre las unidades superavitarias y los demandantes de recursos.²

En una economía, los procesos de producción y de inversión llevados a cabo por las empresas exigen periodos prolongados de maduración y recuperación; debido a ello, estas unidades económicas son demandantes de créditos para llevar adelante sus planes de inversión. Por otro lado, una gran cantidad de individuos es ahorradora en la medida que poseen un excedente monetario por encima de su gasto y están dispuestos a ofrecerlo. Es a partir de este hecho, donde los agentes ahorradores son distintos a los que invierten, que se hace necesaria la existencia y desarrollo de los mercados financieros.

En efecto, estos mercados al vincular a las unidades económicas deficitarias (empresas) con las unidades económicas superavitarias (unidades domésticas), contribuyen de manera importante al desarrollo de los procesos productivos y, por lo tanto al crecimiento económico de un país (mediante la formación de capital).

Así, la existencia de mercados financieros hace posible compatibilizar las distintas necesidades que tienen los diversos agentes económicos unos como demandantes de créditos (deudores) y otros como oferentes de créditos (acreedores). La manera en que los intermediarios financieros realizan esta vinculación necesaria para la economía, es a partir del cumplimiento de las siguientes funciones:

- 1) Transformación de plazos. Los horizontes o plazos de los agentes económicos son desiguales. Por un lado, los individuos en tanto ahorradores prefieren horizontes de corto plazo, debido a la necesidad de liquidez que deben afrontar de

¹ También puede definirse como el conjunto de dispositivos y mecanismos por medio de los cuales entran en contacto compradores y vendedores de un bien o servicio para comercializarlo (Dornbusch y Fischer, 1988).

² A partir de esta distinción, se establece la diferencia entre tasa de interés pasiva y tasa de interés activa; la primera paga un intermediario por los depósitos que realizan las unidades superavitarias; la segunda es la que cobran los intermediarios por los créditos que otorgan a sus clientes. En el caso de México, algunos ejemplos de intermediarios financieros son: bancos, almacenes generales de depósito, arrendadoras, uniones de crédito, empresas de factoraje, cajas de ahorro, entre otros.

manera permanente. Por otro lado, las empresas requieren créditos en un horizonte más prolongado, en virtud de la maduración lenta de los proyectos de inversión; a partir de esta situación, los intermediarios financieros realizan una recolección de fondos a corto plazo y otorgan créditos de largo plazo. Esta función pueden cumplirla debido a que constantemente se encuentran sustituyendo unos ahorradores por otros (cuando algunos individuos hacen retiros, otros más hacen depósitos), y al mantenimiento de reservas para enfrentar posibles problemas de liquidez.

- 2) Transformación de riesgos. Los intermediarios financieros necesitan generar instrumentos seguros para los ahorradores (que reclaman certeza sobre sus depósitos), e instrumentos que incorporan un grado de riesgo para las empresas (cuya rentabilidad de sus proyectos no está garantizada). Esta función la realizan los intermediarios financieros conforme llevan a cabo una diversificación del riesgo, otorgando créditos a distintos tipos de proyectos sobre los que reclaman una prima de riesgo y al mantenimiento de existencias de capital para enfrentar posibles fracasos de los proyectos.
- 3) Reducción de costos de transacción e información. Si no existieran intermediarios financieros en una economía, la vinculación entre oferentes y demandantes de crédito tendría que hacerse de manera directa; ello supondría costos de transacción (para generar los instrumentos necesarios) y de información (para conocer las características de los agentes involucrados). En este sentido, los intermediarios financieros, aprovechando las economías de escala,³ reducen de manera sustancial este tipo de costos. (Castañeda, 1993; Hauguen, 1989)

Por otro lado, los mercados financieros pueden clasificarse en mercado de dinero, para instrumentos de deuda de corto plazo y mercado de capitales, para activos financieros de largo plazo. Igualmente, atendiendo a los agentes que realizan las operaciones, los mercados financieros se dividen en mercados primarios, en los que se intercambian activos recientemente emitidos por sus emisores originales; y mercados secundarios, en donde se intercambian obligaciones financieras ya emitidas.

De acuerdo con lo anterior, los mercados financieros cumplen un papel importante para la economía al hacer posible la vinculación entre ahorradores y demandantes de recursos en una escala mayor y con menores costos; ello a través de la transformación de plazos, la transformación de riesgos y la reducción de

³ Las economías de escala se refieren a la situación particular en la que una empresa logra reducir sus costos de producción aumentando el tamaño de planta o la escala de la producción.

costos de transacción e información, contribuyendo así al desarrollo de la producción y al crecimiento económico.

Aunque existe un gran debate sobre el tema, en general hay un consenso en el sentido de que existe una relación positiva entre la intermediación financiera y el crecimiento económico (Levine, 1997); sin embargo, en el caso de países en los cuales la conformación de sistemas financieros fue tardía y prevalece en ellos imperfecciones (estructura oligopólica, mercado pequeño, información asimétrica, entre otras), esta relación no necesariamente se presenta.⁴ Así, en ocasiones los mercados financieros han servido más para fines especulativos a favor de grupos privilegiados, que para fortalecer el crecimiento económico.⁵

El desarrollo sin precedentes de los mercados financieros durante los últimos años en todo el mundo, ha hecho posible la expansión de sus actividades a una mayor cantidad de sectores y ramas económicas; en el mismo sentido, la generación de una gran variedad de instrumentos financieros (tanto públicos como privados) ha posibilitado la incorporación de amplios sectores de la población. Estos elementos ubican a los mercados financieros en una situación privilegiada para contribuir con el crecimiento y desarrollo económico, pero también pueden ser fuente de especulación, incertidumbre e inestabilidad.

1.2 Los activos financieros

Este apartado aborda con más detalle las características de los activos que son objeto de compraventa en los mercados financieros. Un activo es cualquier posesión que tiene valor en un intercambio (Fabozzi y Franco, 1996). Los activos pueden ser de dos tipos, tangibles o intangibles. Uno tangible es aquel cuyo valor depende de sus propiedades físicas particulares, tales como edificios, terrenos, maquinaria, etcétera. Por su parte, los activos intangibles representan obligaciones legales sobre algún beneficio en el futuro, por lo que su valor no depende de propiedades físicas, sino de los derechos que otorgan legalmente.

⁴ Existe una amplia literatura que cuestiona la validez de la hipótesis de mercados eficientes y que tiene un mayor significado en los mercados pequeños y poco desarrollados. Al respecto véase Lafont (1990), Long *et al.* (1991), Pagano (1990), Schleifer y Summers (1990), Schiller (1990).

⁵ Un ejemplo de la forma en que un sistema financiero puede estimular la especulación más que el crecimiento económico lo fue la crisis financiera de México en 1987. Después de un período de maduración especulativa, en noviembre de ese año, el índice accionario de la Bolsa Mexicana de Valores disminuyó 52%; el tipo de cambio ascendió 39% y las tasas de interés de los CETES a 91 días aumentaron 24%. Con estos movimientos, una misma inversión, durante 1987 perdió 87% de su valor real o ganó 860% de lo invertido; de esta manera, el resultado fue riqueza para algunos y pobreza para muchos (Heyman, 1989).

Así, los activos financieros son activos intangibles; al agente o entidad que adquiere el compromiso de realizar pagos en el futuro (o vendedor) se le denomina emisor del activo financiero. En tanto que al poseedor del activo financiero (o comprador) se le denomina inversionista. Con frecuencia, a los primeros se les conoce también como prestatarios (los que reciben el crédito) y a los segundos prestamistas (los que otorgan el crédito).

Los derechos de un activo financiero pueden ser de dos tipos, una cantidad monetaria fija o una cantidad monetaria variable. En el primer caso se conoce como instrumento de deuda; como ejemplos de este tipo de activos se pueden citar el préstamo para un automóvil, un bono del gobierno federal, un bono del gobierno de la Ciudad de México, un bono de la General Motors, etcétera. Por su parte, una obligación en términos de una cantidad monetaria variable (denominadas como acciones), compromete al emisor de este tipo de activos a pagar a quien los posee una cantidad con base en las ganancias futuras.

Un elemento importante de los activos financieros es su precio, que está determinado por el valor presente del flujo de efectivo esperado (o los rendimientos futuros que genere). Por flujo de efectivo se debe entender el flujo de pagos de efectivo durante un periodo determinado.

Por su parte, el rendimiento esperado de un activo financiero está relacionado de manera estrecha con su precio; si se conocen el flujo de efectivo esperado y su precio, se puede calcular con facilidad su tasa de rendimiento; por ejemplo si el precio $p = 100$, flujo de efectivo $e = 105$, periodo $t =$ un año; entonces, la tasa de rendimiento $r = 5\%$.

Los activos financieros enfrentan diferentes tipos de riesgos (Fabozzi y Franco, 1996), los cuales deben ser considerados en forma importante por los inversionistas. El primero es el riesgo de poder de compra o de inflación, este consiste en el hecho de que el flujo de pagos considerado, puede verse deteriorado en términos reales por una reactivación de la tasa de inflación, que no haya sido considerada en el momento de hacer el contrato.⁶

El segundo tipo es el llamado riesgo de crédito o por incumplimiento, consiste en la posibilidad de que el emisor o prestatario no cumpla con sus obligaciones determinadas en el contrato. Finalmente, se encuentra el riesgo de tipo de cambio o extranjero, resultante de que el contrato se establezca en moneda nacio-

⁶ La tasa real de interés es la tasa nominal cuando se le descuenta el movimiento en los precios, y se puede calcular mediante la fórmula siguiente: $[(\text{tasa nominal}/\text{tasa de inflación}) - 1] \times 100$. Por ejemplo, si la tasa nominal es de 5.28% y la tasa de inflación es de 4.66%, entonces la tasa real de interés es de 0.59%.

nal y ocurra una devaluación o depreciación significativa de la moneda nacional con respecto a la divisa extranjera.⁷

Ahora, los activos financieros (intangibles) no están desligados de los activos tangibles, ya que el flujo de efectivo de un activo financiero es generado precisamente por algún activo tangible, o viceversa, la producción de activos tangibles se financia por algún tipo de activo financiero.

1.3 Los instrumentos de deuda pública

Iniciemos esta sección definiendo qué puede entenderse por deuda desde el punto de vista económico. La deuda, en primera instancia, representa un contrato (Hernández, 2003) que permite a los prestamistas suavizar su consumo a través del tiempo, y a los prestatarios aprovechar oportunidades de inversión; este representa una promesa de pago, cuyo cumplimiento es incierto. Dicho contrato permite el traslado de recursos de los ahorradores a los inversionistas (o demandantes de recursos), y representa una transacción de un activo intangible.

Es importante resaltar una diferencia fundamental entre una transacción de activos tangibles (bienes o mercancías) y una transacción de activos intangibles (financieros) (Díaz Alejandro, 1985); en el caso de la primera, la operación concluye con el acto de compra-venta; en el caso de la segunda, la operación requiere de cierto tiempo, desde el otorgamiento del crédito hasta su devolución con los intereses; esta característica hace que el problema de la información se vuelva relevante; en efecto, el prestamista no tiene certeza de la información brindada por el prestatario, lo cual genera un ambiente de riesgo e incertidumbre. Este problema de información asimétrica puede dar lugar a la selección adversa y daño moral (Arrow, 1985).⁸

Los instrumentos de deuda pública al estar respaldados por el gobierno, gozan de una gran confianza entre los inversionistas, quienes los ven como instrumentos libres de riesgo; por ello, son este tipo de instrumentos los que sirven de referencia para determinar las tasas de interés de los demás instrumentos financieros en una economía.

⁷ Por ejemplo, si el contrato se realiza en pesos para un periodo determinado, y en el transcurso ocurre una devaluación de 5% con respecto al dólar, entonces, se experimentará una pérdida de 5% en términos de la moneda nacional.

⁸ La selección adversa tiene como fuente el ocultamiento de información por parte del prestatario, lo que genera una asignación no eficiente de los recursos; el daño moral consiste en la utilización de los recursos para fines distintos al estipulado en el contrato, ello puede significar un nivel de riesgo también mayor. Estas situaciones pueden generar un problema de racionamiento de crédito, en el cual la tasa de interés es más alta y la cantidad total de fondos prestables es menor. Véase McKinnon (1973), Jaffe y Modigliani (1979), Stiglitz y Weiss (1981).

Aparte de la confianza de los inversionistas, otros dos factores son importantes en el caso de los instrumentos de deuda pública, el volumen y el grado de liquidez. El primero está relacionado con el monto de activos financieros intercambiados en un mercado, lo que determina el tamaño de este.

Por su parte, la liquidez de un activo se refiere a su capacidad para ser fácilmente realizable en un corto tiempo sin pérdidas (Keynes, 1980). Esta definición sugiere que el grado de liquidez puede ser medido a través de dos dimensiones el valor final sin riesgo y la capacidad del mercado para absorber la oferta adicional sin cambios adversos en los precios.

Generalmente, un gobierno es el mayor emisor de instrumentos financieros. Por otra parte, dado el nivel de confianza contenidos en este tipo de instrumentos, pueden intercambiarse sin mucha dificultad, ello les otorga un alto grado de liquidez. Debido a estas razones, la diferencia entre los precios de oferta y los de compra es mucho menor en este caso que con cualquier otro tipo de instrumentos.

En general, existen dos categorías de valores gubernamentales, de descuento y de cupón (Fabozzi y Franco, 1996). La diferencia entre ellos radica en la forma del flujo de pago recibida por quien lo posee, los primeros pagan solamente una cantidad fijada en el contrato al vencimiento, denominada valor de vencimiento; éstos son emitidos por debajo de su valor de vencimiento, con lo que el rendimiento del inversionista es resultado de la diferencia entre el precio, al momento de la emisión, y su valor en el momento del vencimiento. Por su parte, los valores de cupón pagan intereses cada cierto periodo más el principal, al vencimiento.

También aquí se da la diferencia entre mercado primario y mercado secundario. La emisión inicial se realiza mediante una subasta, con ciclos regulares para los valores de vencimiento específicos. En teoría cualquier empresa puede participar en la competencia para adquirir valores gubernamentales; sin embargo, para desarrollar sus operaciones de mercado abierto, la dependencia responsable de la emisión, trata solamente en forma directa con determinados agentes que designa como agentes primarios; éstos pueden ser bancos comerciales y empresas de la banca de inversión. En el caso del mercado secundario, se intercambian valores gubernamentales que ya han sido emitidos.

2. La deuda pública como fuente de recursos para el gobierno

2.1 Definiciones de deuda pública

Una primera definición corresponde a Ayala (1999), para quien la deuda pública constituye una obligación que adquiere un gobierno para pagar una cantidad mone-

taria como rendimiento a los que poseen legalmente los documentos de deuda (bonos del gobierno). Una definición más es la que presenta Samuelson y Nordhaus (1992), para quienes la deuda pública la constituyen los préstamos totales o acumulados recibidos por el Estado; en otros términos, es el valor monetario total de los bonos del Estado que se encuentran en manos del público (familias, bancos, empresas, extranjeros y dependencias no gubernamentales). Otra definición es de Dornbusch y Fischer (1988), donde deuda pública está integrada por la totalidad de bonos públicos (o activos sobre el sector público) que se encuentran en circulación. De las anteriores definiciones resaltan los siguientes aspectos:

- 1) La deuda pública representa una obligación establecida por el gobierno (prestatario), con aquellos que compran los títulos gubernamentales (prestamistas).
- 2) Este compromiso implica que el gobierno se compromete a regresar el préstamo (principal), en un periodo determinado con los intereses devengados (establecidos por la tasa de interés).
- 3) La relación entre el gobierno y los tenedores de valores públicos, es de carácter intertemporal, ya que el gobierno se convierte en el nexo por medio del cual las generaciones futuras tendrán que liquidar la deuda a los prestamistas cuando los plazos se venzan. De allí la importancia de que los créditos que el gobierno adquiere de los particulares se conviertan en proyectos que promuevan el desarrollo socioeconómico.

2.2 Usos de la deuda pública

Según Musgrave y Musgrave (1992) los servicios públicos deben ser financiados de acuerdo al beneficio que reportan, para ello es importante considerar la naturaleza del gasto que se va a financiar; esto es:

- 1) Si se trata de un gasto corriente, el beneficio lo obtiene la generación actual, por lo tanto, el financiamiento de este tipo de gastos debe hacerse mediante impuestos que graven a esta generación.
- 2) Si se trata de gastos de inversión, para obras de infraestructura por ejemplo, el beneficio no lo adquiere la generación actual, éste se distribuye en el tiempo sobre las generaciones futuras; por lo tanto, el financiamiento debe hacerse mediante la emisión de deuda pública, lo cual garantiza que su costo se distribuya también en el tiempo sobre las distintas generaciones beneficiadas.

Ayala (1999) también presenta las razones por las cuales se justifica que un gobierno recurra a la deuda pública como mecanismo de financiamiento:

- 1) Para la construcción de obras públicas, cuyo monto de gasto requerido no pueden ser financiados con ingresos corrientes.
- 2) Para cubrir un déficit presupuestal generado en circunstancias anormales, tales como devaluaciones bruscas, salidas de capital, etcétera, y ante las cuales el gobierno no puede hacer frente en el corto plazo.
- 3) En casos de emergencias, como guerras, desastres naturales, entre otras.

Por su parte, Fernández *et al.* (1998) plantean como razones en el uso de la deuda pública el financiamiento a inversiones públicas o planes de desarrollo; equilibrar desfases transitorios en el presupuesto público; o para cubrir un déficit del mismo.

Stiglitz (2000) establece de igual forma, la misma diferencia cuando plantea que es adecuado el financiamiento a través de deuda pública en el caso de una carretera, una escuela o un proyecto industrial, que brindarán beneficios por muchos años; pero no es correcto cuando los recursos se utilizan para financiar planes que nunca concluyen o costear sueldos de funcionarios.

De las definiciones anteriores se desprende la importancia que tiene la deuda pública, principalmente para aprovechar el ahorro del sector privado y dirigir estos recursos hacia proyectos de inversión que mejoren el bienestar de la sociedad; y posteriormente, para cubrir déficit temporales y hacer frente a situaciones de emergencia. Ésta no debe utilizarse en forma indiscriminada, existen propósitos específicos los cuales deben orientar al gobierno cuando emite títulos gubernamentales.

2.3 Clasificaciones de la deuda pública

Un primer tipo de clasificación se refiere a los ingresos públicos, en donde se ubica a la deuda pública como ingreso extraordinario (Ayala, 1999):

- a) Ingresos ordinarios: corrientes (tributarios, no tributarios), capital.
- b) Ingresos extraordinarios: endeudamiento, financiamiento.

Esta clasificación es importante porque contextualiza a la deuda pública como parte de los ingresos del Estado. Aun cuando en muchos países, entre ellos México, se continúa ubicando a la deuda pública como ingreso extraordinario, este

mecanismo de financiamiento se ha convertido en una importante fuente de recursos para el gobierno. Además, también cumple un papel fundamental en la forma de instrumento de política monetaria. De esta manera, la política de deuda pública, ha adquirido un lugar central en el ámbito de la política económica y las finanzas públicas.

Una segunda clasificación, también de Ayala (1999), presenta a la deuda pública de acuerdo a diversos criterios, entre los que destacan los siguientes:

- 1) Por su origen: interna, externa.
- 2) Por el plazo de amortización: de largo plazo, de corto plazo.
- 3) Por el tipo de acreedor: organismos internacionales bilaterales, multilaterales; bancos privados.

Esta clasificación permite considerar distintos criterios para analizar la deuda pública. Así, la deuda interna puede definirse como aquella que está integrada por los préstamos en moneda nacional, los cuales se emiten en los mercados locales, siguiendo las normas legales del propio país; en este sentido, la deuda interna puede ser contratada por inversores foráneos (Mordegliia *et al.*, 1986). Por otro lado, la deuda externa se compone de los préstamos emitidos en moneda extranjera, se colocan en mercados financieros del exterior y se pagan en esos mismos mercados; de esta manera, instrumentos de deuda pública externa pueden ser comprados por inversores de la misma nacionalidad que el país emisor.⁹

En el segundo criterio de esta clasificación se atiende al plazo de vencimiento de los instrumentos de deuda pública, de largo plazo o consolidada y de corto plazo o flotante. Finalmente, el criterio del acreedor permite analizar la composición de la deuda pública por el tipo de organismos con los cuales el gobierno tiene contratada la deuda.

Otra clasificación la presenta Mordegliia (1986) entre deuda amortizable y deuda perpetua. La primera se compone de todos los créditos emitidos con la característica de que éstos se pagan al vencimiento. Por su parte, la deuda perpetua expresa el conjunto de créditos de los cuales no existe una obligación expresa de amortizar su capital, pero si se deben cubrir siempre los intereses respectivos; también se puede amortizar pero se hará en forma voluntaria.

Finalmente, otra clasificación importante es la que presenta Hernández (2003):

⁹ La identificación que se hacía anteriormente, con relación al domicilio y nacionalidad del inversionista como aspectos que caracterizaban a la deuda interna y externa ha quedado en desuso.

- a) Deuda de corto plazo *versus* deuda de largo plazo. Si el gobierno emite títulos de largo plazo, obtiene liquidez por un lapso mayor, pero la prima de riesgo a pagar también es mayor; por otro lado, si emite documentos de largo plazo, debe enfrentar las variaciones de la tasa de interés y la necesidad de refinanciar vencimientos.
- b) Deuda con tasa fija o variable. Si la deuda se emite con una tasa de interés fija, el gobierno se enfrenta ante la incertidumbre del comportamiento futuro de la tasa de interés; por otro lado, si la tasa de interés es variable, el costo aumenta ante una tendencia ascendente.
- c) Deuda indizada *versus* deuda nominal. El gobierno puede decidir indicar la emisión de títulos a alguna variable macroeconómica, por ejemplo, el tipo de cambio o la inflación interna, ello con el propósito de ofrecer certidumbre a los inversionistas y enviar señales sobre el compromiso para absorber riesgos en caso de cambios bruscos en estas variables.

2.4 La política de deuda pública

El estudio de la política de deuda pública es de vital importancia esta permite analizar los mecanismos concretos que reviste la emisión de deuda pública. Igualmente, proporciona un marco de referencia para descubrir las prioridades de un gobierno con respecto a la forma de obtener recursos. Finalmente, establece los nexos propios de la emisión de deuda pública, con otro tipo de políticas que también recurren a dichos mecanismos, pero con otros propósitos.

Es importante delimitar desde el principio el ámbito de la política de deuda pública, ya que puede confundirse con algunos aspectos de la política fiscal o monetaria. No obstante, cuando se estudia el comportamiento de esa deuda es necesario considerar las relaciones de la política de deuda pública con otros aspectos de la política económica. Igualmente, es necesario tomar en cuenta las influencias de ciertas decisiones de política de deuda pública sobre algunas variables económicas relevantes, lo que a su vez provoca influencias sobre las finanzas públicas.

Siguiendo a Fernández *et al.* (1998), la política de deuda pública puede entenderse en dos sentidos, en uno amplio representa la administración de todas las operaciones relacionadas con esta forma de financiamiento; en un sentido estricto, considera aquellas decisiones cuyo propósito es modificar la estructura y vencimiento de los distintos tipos de instrumentos de deuda. En el segundo caso, el énfasis no está en el monto del total de la deuda pública, sino en la estructura y composición de la deuda existente.

De esta forma, continúan explicando estos autores, la eficacia de la política de gestión de deuda pública, dependerá de la magnitud del efecto del cambio en la composición de ésta sobre la estructura de las tasas de interés, según el vencimiento de los títulos; es decir, del efecto que tengan estos cambios en las tasas de interés, sobre las decisiones de los individuos en la composición de su cartera o, dicho de otra manera, sobre la distribución que hagan los individuos entre dinero y activos financieros, entre títulos de deuda pública y otro tipo de instrumentos y entre títulos de deuda pública de distinto vencimiento.

Según Missale (1997) existen cuatro aspectos en los que una política de deuda pública adecuada puede contribuir: a) para diseñar y poner en marcha una política tributaria óptima, asegurando su consistencia intertemporal; b) en el mejoramiento de las condiciones para compartir el riesgo; c) para promover la eficiencia de los mercados financieros; y d) para contribuir con la estabilidad económica, otorgando a los inversionistas instrumentos de planeación adecuados.

Por otro lado, deben establecerse los nexos y diferencias de la política de deuda pública con respecto a la política monetaria con el propósito de evitar confusiones. La política monetaria también recurre a mecanismos de emisión de títulos de gubernamentales, pero con propósitos de regulación monetaria. El mecanismo es el siguiente, si existe un proceso inflacionario y el gobierno desea combatir el aumento de precios, o bien mantener la estabilidad, debe reducir la cantidad de dinero emitiendo y vendiendo títulos de deuda pública; de esta manera, el dinero producto de la venta de estos títulos se esteriliza; es decir, no se regresa a la economía en forma de gasto.

El proceso es el inverso si al gobierno le interesa inyectar dinero al sistema económico, procediendo a comprar los títulos que están en manos de los particulares. Por ello, es importante diferenciar cuáles son las emisiones de deuda correspondientes a propósitos de políticas monetarias y cuáles conciernen a objetivos de política fiscal y política de deuda pública.

Sin embargo, la relación entre la política de deuda pública y la monetaria puede dar lugar a conflictos de política económica como los siguientes:

- 1) Si la deuda pública de corto plazo tiene una magnitud importante, entonces la necesidad de realizar reconversiones es mayor, ello puede ir en contra de una política monetaria restrictiva para hacer frente a un proceso inflacionario o de deterioro de expectativas de los agentes económicos. En efecto, una deuda de largo plazo requiere un menor número de reconversiones, pero disminuye la liquidez de la economía; por el contrario, una deuda de corto plazo le otorga un mayor grado de liquidez a la economía, pero aumenta su volatilidad y dificulta las tareas de estabilización.

- 2) Si en un determinado periodo en el cual existe recesión económica se amortiza deuda pública, que consiste en liquidar los documentos al vencimiento, aumenta la liquidez de la economía, esto puede dificultar el control monetario más adelante.
- 3) Si se recurre a emisión de títulos de deuda de corto plazo, ello aumenta la velocidad de circulación del dinero, debido a que estos títulos tienen un periodo de vencimiento menor, lo cual puede generar presiones sobre el comportamiento de los precios. Así, la deuda de largo plazo, al ser menos líquida (ya que la disponibilidad de los recursos que representa está detenida por un plazo mayor), es un sustituto cercano de las acciones de las empresas, mientras que la deuda de corto plazo lo es del dinero; de esto resulta que las emisiones de deuda de largo plazo deben ofrecer mayores rendimientos y las de corto plazo menores beneficios.
- 4) En el caso de los gobiernos estatales y locales, la emisión de deuda pública obedece fundamentalmente a la necesidad de financiar proyectos de inversión; sin embargo, en este caso, los gobiernos, a diferencia del ámbito federal, no están preocupados por objetivos de estabilización, ya que no tienen control sobre el mercado monetario.

Por otro lado, también es posible establecer diferencias entre la política de deuda pública y la política fiscal. Aquí es necesario considerar los efectos que ejerce la deuda pública sobre los ingresos y gastos del gobierno. Por una parte, la necesidad de cubrir el servicio de una deuda pública creciente, tanto en términos de intereses como de amortizaciones, provoca que la carga por estos conceptos sea mayor y afecte a la estructura de gastos, haciendo necesario desplazar recursos de ciertas áreas y rubros hacia el servicio de la deuda. Por otra parte, una creciente deuda pública provoca aumentos en las tasas de interés, en la medida que el gobierno compite cada vez más por los recursos existentes en la economía, lo cual genera el conocido efecto desplazamiento; es decir, el gobierno gasta lo que deja de gastar el sector privado.

Por ello, es necesario establecer la diferencia de la política de deuda pública con respecto a la política fiscal en los siguientes términos: a) las decisiones que hacen variar el volumen total de la deuda pública se ubican en la esfera de la política fiscal; b) las decisiones de deuda pública que tienen como propósito influir sobre la cantidad de dinero en circulación, se inscriben en el ámbito de la política monetaria; y c) la política de deuda pública en sentido estricto, se refiere a todas aquellas decisiones orientadas a modificar la composición o estructura de la deuda (Fernández *et al.*, 1998).

En síntesis, la deuda pública debe constituir un mecanismo de financiamiento promotor del desarrollo socioeconómico y la justicia social. En este sentido, es importante que los gobiernos diseñen e impulsen políticas de deuda pública responsables los cuales promuevan el desarrollo socioeconómico, pero sin poner en peligro la estabilidad económica y sin comprometer el bienestar de las generaciones futuras.

3. Implicaciones y consecuencias de la deuda pública

3.1 La elección de los inversionistas entre distintos tipos de activos financieros

Esta parte analiza la forma en cómo se vincula la deuda pública con el conjunto del sistema económico. Un primer aspecto a considerar se relaciona con las condiciones prevalecientes en el mercado de deuda pública con el resto de los mercados financieros; ello porque la emisión de títulos gubernamentales supone la existencia de individuos dispuestos a adquirir éstos. Es importante considerar que los individuos, como potenciales demandantes de títulos de deuda pública, persiguen como objetivo la maximización de su riqueza al menor riesgo posible; si esto es así, la estructura de las tasas de interés, los plazos de vencimiento de los activos y la seguridad de las inversiones, se convierten en aspectos importantes cuando los inversionistas toman la decisión de adquirir títulos de deuda pública y no otro tipo de instrumentos financieros.

Así, el gobierno debe considerar los principios que guían el comportamiento de los individuos en tanto demandantes potenciales de títulos de deuda pública. La decisión de adquirir este tipo instrumentos, por parte de los individuos, está relacionada con la teoría de cartera o portafolio, la cual se expone a continuación.

En primer lugar, los individuos deben tomar decisiones para distribuir su riqueza entre activos que les proporcionan liquidez (dinero) y activos con rendimiento en forma de intereses; en efecto, se asume que la mayor parte de los individuos son adversos al riesgo, por tanto querrán mantener su riqueza en activos seguros.¹⁰ Así, conforme asumen un mayor nivel de riesgo, entonces el premio reclamado, debe ser también mayor. De esta manera, se supone que aparte de otor-

¹⁰ Esta conclusión se deriva de un análisis intertemporal en el comportamiento del consumidor, ya que los individuos prefieren el consumo presente al consumo futuro; de esta manera, si los individuos ofrecen parte de su ingreso como fondo prestable, entonces reclamarán un premio por el sacrificio hecho en su consumo presente. Si a ello le agregamos que el reembolso del préstamo siempre es incierto, entonces los individuos, en general, son adversos al riesgo (Varian, 1994).

garle liquidez, el dinero es un activo seguro, debido a la existencia de mayor certidumbre con respecto a su valor, por lo que éste se mantendrá como un activo seguro en la cartera del inversionista.¹¹

En segundo lugar, el individuo debe elegir entre distintos tipos de activos financieros que le proporcionan rendimiento, aquellos que le otorgan altos rendimientos, pero a costa de enfrentar un riesgo también alto (como las acciones que emiten las empresas) y los activos de mayor seguridad, pero con rendimientos bajos (como los títulos de deuda pública). De esta manera, debido a que el rendimiento de la mayoría de los activos es incierto, resulta arriesgado y poco sensato para el individuo mantener toda su riqueza en un sólo activo con riesgo. La incertidumbre respecto a la rentabilidad de los activos conduce al inversionista a una estrategia de diversificación de su cartera.

Otro aspecto importante a considerar se refiere a la capacidad del individuo para invertir y diversificar su riqueza entre distintos tipos de activos. Dos son las variables a considerar, el nivel de ingreso y el tamaño y profundidad del mercado. En el primer caso, si se trata de individuos con niveles de ingreso bajos, su capacidad de ahorro y de inversión en activos financieros es también reducida; si consideramos una perspectiva global, la distribución del ingreso tiene un papel determinante, ya que una concentración excesiva de la riqueza, deja a un buen número de individuos en la urgencia de resolver sus necesidades básicas, y a muy pocos la posibilidad de ahorro.

Por otro lado, el tamaño y profundidad del mercado posee también una importancia decisiva, ya que aun cuando una parte significativa de la población tuviera excedentes monetarios qué invertir, si el mercado financiero mantiene una estructura oligopólica, en donde unos cuantos agentes económicos lo controlan, entonces solamente aquellos de un nivel de ingreso elevado son quienes disfrutan de acceso a activos financieros que les proporcionan rendimientos reales positivos.¹²

3.2 Gobierno y particulares: intereses antagónicos y complementarios

En el caso de la deuda pública se establece una relación entre dos tipos de comportamientos particulares y gobierno, éstos son antagónicos, pero al mismo tiempo,

¹¹ Aunque en contextos de inflación significativa se genera incertidumbre con respecto al valor del dinero, y éste deja de ser un activo totalmente seguro.

¹² El problema se complica si se considera que, en ciertas circunstancias, el control del mercado financiero por unos cuantos agentes, ha servido solamente para realizar inversiones especulativas y obtener ganancias rápidas y fáciles a costa de la quiebra de una gran cantidad de pequeños inversionistas, los cuales no cuentan con la misma información de quienes controlan el mercado, los grandes inversionistas.

complementarios. Son antagónicos porque el gobierno utiliza en teoría, la emisión de deuda pública como mecanismo de financiamiento para impulsar proyectos de inversión, cubrir déficit presupuestales y enfrentar situaciones de emergencia; mientras que los individuos adquieren dichos títulos persiguiendo un beneficio particular.

Son complementarios porque mediante el mecanismo de la deuda pública, el gobierno es capaz de canalizar los recursos de los particulares hacia objetivos que persiguen un bien común; esto es, ante la insuficiencia de recursos corrientes para financiar proyectos de largo plazo, el gobierno recurre al ahorro de los particulares mediante la emisión de deuda pública. Con ello, también se establece un compromiso a largo plazo en el cual las generaciones futuras participan en el financiamiento de proyectos que los beneficiarán directamente, ya que son éstas las que se encargarán de cubrir, con sus contribuciones, la deuda pública.

Aunque por otro lado, la economía ha establecido lo que se conoce como *equivalencia ricardiana*,¹³ la cual consiste en plantear un límite temporal para la deuda pública; es decir, ésta debe liquidarse algún día, ello implica recurrir finalmente a los impuestos sobre las generaciones presentes para enfrentar esos compromisos.

Sin embargo, según Musgrave y Musgrave (1992), la deuda pública no requiere ser devuelta, ya que la economía y el presupuesto constituyen una empresa continúa;¹⁴ de tal forma que si una emisión de deuda determinada debe liquidarse, se puede pagar con fondos provenientes de nuevas emisiones. A este proceso se le conoce como reconversión de deuda; así, las operaciones de reconversión representan un problema de administración y el planteamiento “devolver la deuda” no es pertinente. Lo importante es la forma en que el servicio de los intereses de la deuda afecta al presupuesto público y al conjunto de la economía.

De allí que sea necesario considerar la llamada “carga de la deuda”, representada por el conjunto de intereses y amortizaciones los cuales deben atenderse en un determinado periodo financiero. Sin embargo, el problema de la “devolución de deuda” aparece con nitidez en periodos de crisis en donde se deteriora la credi-

¹³ Esta idea fue desarrollada por el economista estadounidense Robert Barro, con base en un planteamiento de David Ricardo, el cual establece que cuando los gobiernos incurren en déficit permanentes, las familias se preocupan más por el futuro de sus hijos e incrementan su ahorro, de tal forma que el ingreso nacional permanece sin cambios (Blaug, 2001).

¹⁴ En el caso de los individuos, el horizonte de planeación es finito, ya que deben hacer frente a obligaciones de corto plazo y tienen como límite sus propias expectativas de vida. En el caso del gobierno, su horizonte de planeación no se reduce a quienes lo representan en determinado momento, sino que trasciende a las generaciones y se convierte en un horizonte de planeación infinito.

bilidad en la capacidad del gobierno para hacer frente a sus compromisos, ello se traduce en la imposibilidad para colocar nuevas emisiones de deuda pública y la necesidad de amortizar la existente.¹⁵

El problema de la carga de la deuda puede observarse en el siguiente modelo (Musgrave, 1992):

$$T = i d Y / (Y + i d Y) + i d / (1 + i d)$$

Donde:

T = es la tasa impositiva necesaria para financiar los intereses de la deuda.

i = es la tasa de interés.

d = es el cociente entre deuda y renta nacional.

De esta forma, si $i = 5\%$, $d = 40\%$ e $Y = 100$, entonces $T = 2\%$. Pero si d alcanza el 100 y 500%, entonces T representará 5 y 20%, respectivamente; si suponemos que la tasa necesaria para hacer frente a otro tipo de servicios fuera de 20%, entonces los niveles totales de T serían 22, 25 y 40%. De esta manera, la necesidad de pago de intereses a cubrir, mediante impuestos, podría representar una parte significativa de la capacidad de imposición que tiene la economía, desplazando, necesariamente, a otro tipo de gastos en el presupuesto.

Así, la carga de la deuda y la necesidad de financiarla mediante incrementos en las tasas impositivas puede llevar materialmente a una crisis y quiebra fiscal, y al repudio del uso de la misma. Sin embargo, podría plantearse que, si bien es cierto que la carga de la deuda se incrementa, y con ella las necesidades de su financiamiento, también lo hace la propia actividad económica (medida a través de indicadores como el PNB o el PIB), lo cual implica un replanteamiento del problema; es decir, con una carga de la deuda en aumento, pero con una actividad económica incrementándose a una tasa mayor, entonces la tasa impositiva necesaria para financiar esa carga de la deuda, disminuye.

En una situación contraria, donde la carga de la deuda disminuyera, pero la economía entrara en una época de recesión mayor, las necesidades de financiamiento tendrían que ser mayores también. Estos ejemplos obligan a considerar en el problema en cuestión, no tanto los montos absolutos, sino las cantidades relativas, referidas a la actividad económica global.

¹⁵ El término amortizar se refiere a la liquidación de los documentos de deuda al vencimiento.

3.3 *Financiamiento con impuestos versus financiamiento con deuda pública*

Es importante considerar que cualquier tipo de financiamiento público tiene sus propios límites, en ese sentido la recaudación fiscal realizada por la vía impositiva, implica el uso de estrategias de tipo autoritario y tiene como límites por un lado, el propio ingreso de los particulares; es decir, por muy grandes que sean las necesidades del Estado, este nunca puede recaudar más de la totalidad de los ingresos de los contribuyentes. Incluso, puede ocurrir que los ingresos fiscales disminuyan, si las tasas impositivas siguen aumentando después de cierto nivel;¹⁶ y en segundo lugar, si se recurre en forma excesiva a la imposición, se deteriora la libertad de los ciudadanos. Igualmente, impuestos elevados son de manejo difícil en la medida que suponen controles paralizantes y favorecen la elusión y evasión fiscales; éstas son dos formas de no pagar impuestos, las cuales disminuyen la recaudación fiscal.¹⁷

Por el contrario, la deuda pública es un mecanismo de financiamiento propio del gobierno, y se caracteriza por la ausencia de imposición; es decir, los agentes económicos no están comprometidos de forma obligatoria, sino que supone mecanismos ubicados dentro de un marco político liberal el cual permite mantener la libertad de acción de los agentes económicos. En efecto, la emisión y venta de títulos de deuda pública preserva la libertad de los individuos al someterse a las leyes del mercado.

El proceso en términos generales es el siguiente, el gobierno emite títulos de deuda en los que se compromete a pagar cierta cantidad de intereses junto con el monto del préstamo en cierto periodo (plazo de vencimiento). Por su parte, los particulares no están obligados a adquirir esos títulos de deuda (como sí lo están los

¹⁶ Esta situación se ilustra con la llamada *Curva de Laffer* (Dornbusch y Fischer, 1988), en la que se ubican dos puntos en los que la recaudación fiscal es cero (tomando como ejemplo el impuesto sobre la renta) cuando la tasa impositiva es cero y cuando alcanza 100% (en este caso, los ciudadanos no tienen ningún incentivo para trabajar, puesto que la totalidad de su ingreso es absorbida por el gobierno). Entre estas dos situaciones extremas, con algún valor positivo para la tasa impositiva entre cero y 100%, la recaudación fiscal también es positiva; sin embargo, a medida que aumenta la tasa impositiva desde cero, la recaudación fiscal también lo hace, hasta un punto máximo, que corresponde a cierta tasa impositiva; después de este punto, si la tasa impositiva sigue aumentando, su nivel alto empezará a desestimular la actividad de los agentes económicos y, con ello, disminuirá también la recaudación fiscal.

¹⁷ La evasión fiscal aparece cuando un contribuyente no cumple, retarda o reduce sus obligaciones fiscales; el contribuyente deja de pagar sus impuestos haciendo actos ilícitos que violan las leyes fiscales al realizar lo que ellas prohíben, o bien omitir lo que éstas obligan (por ejemplo el fraude fiscal). Por su parte, la elusión es algo similar a la evasión, con la diferencia de que el contribuyente deja de pagar sus impuestos haciendo actos lícitos que no violan las leyes fiscales; en otras palabras, es utilizar las lagunas de la ley para no pagar o para no cumplir con las obligaciones fiscales; la ley ni prohíbe ni otorga, queda sujeto a interpretación. Un ejemplo de la elusión fiscal lo constituyen los llamados paraísos fiscales, donde se traslada la fuente del impuesto a un lugar diferente de aquél en donde deba aplicarse el tributo.

contribuyentes a pagar los impuestos que les corresponden) sino que, a partir de un comportamiento racional, donde los individuos tienen como objetivo la maximización de su riqueza,¹⁸ los particulares deciden en forma voluntaria adquirir, entre diversos tipos de instrumentos financieros, títulos de deuda pública.

3.4 Consecuencias de la deuda pública

3.4.1 Sobre el comportamiento de los precios

Una implicación importante se relaciona con el efecto que tiene la emisión de deuda pública con la cantidad de dinero en circulación. La venta de títulos de deuda pública por parte del gobierno, significa que éste recibe créditos de los particulares y el dinero pasa, de manos de estos particulares al gobierno, y la cantidad de dinero en circulación se reduce. Por el contrario, cuando el gobierno decide amortizar deuda, compra los títulos que se encuentran en manos de los particulares cubriendo tanto el monto del crédito (principal o capital) como los intereses; en este caso, el dinero pasa del gobierno a los particulares, y la cantidad de circulante se incrementa.

Dado que la emisión de deuda pública afecta la cantidad de dinero en circulación, tendrá efectos sobre el comportamiento de los precios; un incremento de la cantidad de dinero se traduce, invariablemente, en un crecimiento de los precios y viceversa.¹⁹

Otro mecanismo que influye sobre los precios es la tasa de interés. El proceso puede explicarse de la siguiente manera, al competir el gobierno por recursos con el sector privado, se genera un incremento en el costo de los fondos prestables (tasa de interés); para las empresas ahora es más caro contratar nuevos créditos o bien, deben pagar mayores intereses por los créditos que tienen contratados. Esta situación las obliga a trasladar este incremento en sus costos a los precios de los

¹⁸ En primer lugar, a los individuos se les presenta la disyuntiva entre consumir todo su ingreso en el presente, o bien ahorrar parte de este ingreso para el futuro; en el segundo caso, dado que el individuo está dispuesto a sacrificar parte de su consumo presente, ofrece ese ahorro como fondo prestable a cambio de un incremento en el ingreso adicional (dado por la tasa de interés), con el propósito de que su consumo en el futuro sea mayor. En segundo lugar, una vez que decide ahorrar parte de su ingreso, se le presenta la disyuntiva de un inversionista, es decir, en qué instrumentos financieros va a invertir su ahorro.

¹⁹ Este asunto es otro ámbito de discusión entre la tradición clásica y la keynesiana; en la primera, suponiendo una situación de pleno empleo, las variables nominales sólo afectan a variables nominales, así, un incremento en la cantidad de dinero, se traduce en forma completa en una variación en los precios. Por su parte, la tradición keynesiana, bajo el supuesto de un cierto grado de desempleo de los recursos y de un incremento en la cantidad de dinero, hará que aumente la demanda de bienes y servicios y, por lo tanto, parte del efecto se traducirá en un incremento en la producción global y el empleo y parte en una variación sobre los precios.

productos o servicios que venden, lo cual incrementa el nivel general de precios y se reactiva el proceso inflacionario.

En un contexto inflacionario las tasas de interés nominales aumentan a la par con el crecimiento general de los precios, debido a que los inversionistas desean protegerse contra la pérdida de valor real sufrida por los títulos conforme se incrementan los precios. A su vez, esta situación tiene consecuencias sobre la estructura de los plazos de vencimiento de los títulos gubernamentales cuando la tasa prevista de inflación de los inversionistas cambia; aquí nuevamente se presenta un conflicto de intereses, el gobierno necesita colocar entre los particulares títulos con vencimientos de largo plazo; mientras que los inversionistas, ante la perspectiva de mayores tasas de inflación (que generan un grado de incertidumbre mayor), tienden a preferir plazos cortos.

3.4.2 El efecto desplazamiento

Un efecto importante de la deuda pública sobre el sistema económico lo constituye el llamado *efecto desplazamiento* (Froyen, 1997). Sobre esto existen dos grandes posturas, por un lado la tradición clásica, la cual plantea que la economía siempre se encuentra en una situación en donde todos los recursos están plenamente ocupados y, por lo tanto, no hay desempleo involuntario, ello significa que en el caso de los trabajadores, se encuentran ocupados todos los que desean emplearse al nivel de salarios prevalecientes (fijado por las condiciones de mercado).²⁰ De esta manera si el gobierno emite deuda pública para financiar un mayor nivel de gasto, el efecto inmediato será un incremento en las tasas de interés, debido a que el gobierno también compite por los fondos disponibles existentes en determinado momento. A su vez, este aumento en las tasas de interés, tendrá como resultado un desplazamiento de gasto privado por gasto público sin afectar la producción global o el nivel de empleo.

Por otro lado, la tradición keynesiana cuestiona el punto de partida de pleno empleo, argumentando que esta situación difícilmente se cumple en la realidad; por el contrario, existe siempre un cierto nivel de desempleo de los recursos existentes. En esta situación, la emisión de deuda pública por parte del gobierno, si bien tiene repercusiones sobre las tasas de interés, también permite aumentar el nivel de la producción global y de empleo de la economía. Así, se justifica la emisión de deuda pública por parte del gobierno como una forma de financiar pro-

²⁰ Dado que la oferta agregada es completamente rígida, cualquier cambio en el nivel de demanda agregada afectará solamente a las variables nominales, sin modificar la producción y el empleo.

yectos de inversión de largo plazo, ya que este tipo de gasto tiene un doble carácter: por un lado, influye sobre el nivel de demanda actual reactivando la economía en el presente; y por otro, permite ampliar la capacidad productiva y generar un efecto que se prolonga en el tiempo.²¹

3.4.3 Sobre la distribución del ingreso

En un sentido, la deuda pública permite al gobierno financiar proyectos de largo plazo que beneficiarán, fundamentalmente, a generaciones futuras, lo cual significa la posibilidad para ampliar la capacidad productiva y mejorar el bienestar de la población; incluso, este efecto es mayor si el gasto de inversión se dirige a beneficiar a poblaciones marginadas; por ejemplo vías de comunicación, electrificación, construcción de escuelas, etcétera. En este caso, la deuda pública se convierte en un instrumento de redistribución del ingreso a favor de sectores de bajos ingresos, lo que justifica su uso.

Sin embargo, cuando el gobierno utiliza en forma indiscriminada este recurso y el monto de la deuda se vuelve una carga excesiva, entonces este mecanismo pierde su capacidad para financiar proyectos de inversión y vincularse con una redistribución del ingreso a favor de sectores marginados, convirtiéndose en un instrumento de especulación financiera que sólo beneficia a sectores de altos ingresos, profundizando la desigualdad social. Esta situación ocurre cuando el gobierno se ve obligado a emitir montos importantes de deuda pública con el propósito de hacer reconversiones de la misma.²² En consecuencia, si la necesidad de hacer reconversiones es significativa, entonces el gobierno debe aumentar el premio que ofrece a los particulares para inducirlos a seguir manteniendo o comprando títulos de deuda pública, ello significa que los particulares mantienen la confianza en el gobierno, y deciden continuar otorgándole crédito pero con un rendimiento más alto.

De esta manera, si se considera que la deuda pública finalmente debe ser pagada por todos los contribuyentes mediante sus impuestos, entonces esta representa un traslado de recursos de toda la sociedad hacia los prestamistas del gobierno, que son generalmente, sectores de altos ingresos con acceso a la compra de títulos gubernamentales. Esta redistribución adversa de la renta provocada por la

²¹ Aunque puede plantearse un caso keynesiano puro o extremo, donde el nivel de desempleo es muy grande, lo cual hace que cualquier reactivación de la demanda agregada no tenga ningún efecto sobre las variables nominales (tasas de interés y precios), y se traduzca en incrementos en la producción agregada y el empleo.

²² Una reconversión de deuda ocurre cuando cierta emisión de títulos vence y el gobierno, en lugar de pagar el crédito, emite una nueva emisión para reprogramar el monto de la deuda por otro nuevo periodo.

deuda pública, podría verse atenuada si existe una estructura impositiva progresiva, es decir, si los sectores de bajos ingresos son beneficiados y los de altos ingresos cargan el mayor peso de la recaudación fiscal. Sin embargo, si los rendimientos sobre activos financieros son gravados, entonces se deteriora la confianza de los inversionistas y disminuye la demanda por este tipo de instrumentos, lo cual podría provocar la salida de capitales libres de este tipo de gravámenes, hacia otros lugares en el mundo.

3.4.4 Sobre la demanda agregada

La redistribución de la renta nacional a favor de sectores de altos ingresos que provoca la emisión de deuda pública, podría generar una disminución de los niveles de consumo; debido a que estos sectores tienen una mucho menor propensión marginal a consumir,²³ por lo que incrementos en su nivel de ingreso se traducen en incrementos cada vez menores en su consumo, ello haría que la demanda agregada perdiera dinamismo y, se afectaría el comportamiento de la actividad económica en general. La situación se explica debido a la existencia de diferencias sustanciales en la propensión marginal a consumir entre sectores con diferentes niveles de ingreso.

En el caso de sectores con niveles de ingresos bajos, la mayor parte de su ingreso lo destinan al consumo, por lo que poseen escasa o nula capacidad de ahorro. Al contrario, en el caso de sectores de altos ingresos, una parte importante de su ingreso lo dedican al ahorro, de allí que, ante una redistribución de la renta nacional a favor de sectores con acceso a títulos de deuda pública, el incremento en su nivel de ingreso no se vea reflejado en forma sustancial en su consumo, sino en su ahorro.

Conclusiones

La deuda pública, constituye una forma mediante la cual un gobierno obtiene recursos para financiar el gasto público sin recurrir a la imposición. Considerando los fundamentos teóricos revisados para este trabajo, la deuda pública debe contribuir principalmente a financiar proyectos de inversión que mejoren el bienestar de la población.

²³ La propensión marginal al consumo es un concepto creado por Keynes (1980) para estudiar el comportamiento del consumo global en la economía. Se refiere al cambio en el gasto de consumo que genera un cambio en el ingreso; así, a niveles bajos de ingresos la mayor parte del mismo se destina al gasto de consumo (bienes y servicios básicos), en este caso la capacidad de ahorro es nula o muy limitada; conforme el ingreso se incrementa, la capacidad de ahorro aumenta y el gasto de consumo disminuye como proporción del ingreso.

En este sentido, es claro el compromiso que el gobierno debe asumir cuando utiliza este mecanismo de financiamiento; ello significa que la evaluación sobre el uso de este tipo de recursos debe considerar dos aspectos fundamentales. Por un lado, la rentabilidad económica y/o social de los proyectos que se financian, ya que la deuda pública se concreta en préstamos que un gobierno asume y debe regresar con los intereses devengados durante un periodo determinado. Por otro lado, estos proyectos, dado que son impulsados por un Estado que, en teoría, persigue el bien común, deben orientarse a mejorar la calidad de vida de la población. Así, los proyectos a los que se destinan los recursos obtenidos a través de la deuda pública, deben considerar el fortalecimiento de la infraestructura económica y social que beneficie a varias generaciones en el tiempo.

En efecto, en el caso de un gasto corriente, éste beneficia solamente a la generación actual, por tanto debe ser financiado mediante la recaudación fiscal que grave a esta generación. En el caso de obras de infraestructura económica y social, su beneficio se distribuye en el tiempo y alcanza a diversas generaciones, y en su financiamiento deben participar estas generaciones, lo cual se logra precisamente mediante el mecanismo de la deuda pública; ya que de otra manera, el gobierno no podría emprender este tipo de proyectos, debido a que los ingresos corrientes son insuficientes para ello.

Esta perspectiva sobre la deuda pública requiere la existencia de un Estado comprometido con la sociedad a la cual se debe, cuya misión no se reduzca a alcanzar la eficiencia económica o el equilibrio presupuestal; sino que su acción se oriente a mejorar el desarrollo humano de los habitantes, particularmente de los grupos sociales que se encuentran en condiciones más desfavorables, lo cual significa considerar criterios de justicia y equidad social. Por lo tanto, la discusión sobre el tamaño y funciones que debe cumplir el Estado requiere de considerar los problemas y necesidades que enfrenta la sociedad. Así, un Estado neoliberal que reduce su papel al de simple vigilante de la actividad privada y deja que el mercado decida todo, renuncia a su misión más importante, su compromiso con la promoción del desarrollo humano.

En este sentido, el papel de la deuda pública puede ser fundamental en países como el nuestro, en donde existen limitaciones significativas en dos sentidos particularmente. Por un lado, limitaciones en términos de infraestructura económica que incentiva poco la inversión privada y se constituye en un obstáculo importante para generar crecimiento económico. Por otro lado, la desigualdad en la distribución del ingreso, se ha acrecentado en los últimos años y además de limitar el desarrollo del mercado interno, genera pobreza para muchos y opulencia para

unos cuantos, lo cual constituye un lastre que toda sociedad regida bajo principios éticos no puede permitir.

Finalmente, deber ser claro que este mecanismo de financiamiento no puede ser utilizado en forma indiscriminada, ello significaría comprometer el bienestar de las generaciones futuras, haciendo cargar sobre sus ingresos el pago o refinanciamiento de la deuda pública. Esto significa que el gobierno debe considerar las características y condiciones de los diferentes mercados, en los que puede emitir títulos gubernamentales e impulsar una política responsable, la cual permita obtener recursos en las mejores condiciones y al menor costo posible.

Referencias bibliográficas

- Arrow, K. J. (1985). "The economics of agency" en J. Pratt y R. Zeckhauser (eds.), *Principals and agents: The structure of business*, Boston: Harvard University Business School Press.
- Ayala, J. (1999). *La economía del sector público mexicano*, México: UNAM-Facultad de Economía.
- Blaug, M. (2001). *Teoría económica en retrospectiva*, México: FCE.
- Castañeda, G. (1993). *La economía de los mercados financieros emergentes*, México: Universidad de las Américas-Puebla.
- Dornbusch, R. y Stanley, F. (1988). *Macroeconomía*, México: McGraw-Hill.
- (1988b). *Economía*, México: McGraw-Hill.
- Díaz Alejandro, Carlos (1985). "Good by financial repression, hello financial crash" en *Journal of Development Economics*.
- Fabozzi, F. y M. Franco (1996). *Mercados e instituciones financieras*, México: Prentice-Hall.
- Fernández Díaz, Andrés *et al.* (1998). *Política económica*, Madrid: McGraw-Hill.
- Hauguen, R. (1989). *Modern investment theory*, EUA: Prentice Hall.
- Hernández Trillo, Fausto (2003). *La economía de la deuda*, México: FCE.
- Heyman, T. (1989). *Inversión contra inflación*, México: Editorial Milenio.
- Jaffe, D. y F. Modigliani (1979). "A theory and test of credit rationing" en *American Economic Review*, núm. 59, pp. 850–872.
- Keynes, J. M. (1980). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México: FCE.
- Lafont, J. y Erick M. (1990). "The efficient market hypothesis and insider trading on the stock market" en *Journal of Political Economy*, núm. 5.
- Levine, Ross (1997). "Financial development: views and agenda" en *Journal of Economic Literature*, núm. 35 (2).

- Long, B. *et al.* (1991). "Noise trader risk in the financial market" en *Journal of Political Economy*, núm. 3.
- McKinnon, R. (1973). *Money and capital in economic development*, Washington. D. C: The Brookings Institution.
- Miller, R. y Roger Meiners (1980). *Microeconomía*, México: McGraw-Hill.
- Missale, A. (1997). "Managing the Public Debt: The Optimal Taxation Approach" en *Journal of Economic Surveys*.
- Mordegla, R. *et al.* (1986). *Manual de finanzas públicas*, Buenos Aires: A-Z editora.
- Musgrave, R. y Peggy Musgrave (1992). *Hacienda pública. Teórica y aplicada*, México: McGraw-Hill.
- Pagano, M. (1990). "Trading volume and asset liquidity" en *Quartely Journal of Economics*.
- Sánchez, G. N. (2000). *Los impuestos y la deuda pública*, México: Editorial Porrúa.
- Samuelson, P. y William D. Nordhaus (1992). *Economía*, México: McGraw-Hill.
- Schleifer, A. y L. Summers (1990). "The noise trader approach to finance" en *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, núm. 2.
- Schiller, R. (1990). *Market volatility*, Cambridge, Ma.: The MIT Press.
- Stiglitz, J. (2000). *La economía del sector público*, Barcelona: Antonio Bosch Editor.
- y A. Weiss. (1981). "Credit rationing with imperfect information" en *American Economic Review*, núm. 72. pp. 912–927.
- Varian, H. (1994). *Microeconomía intermedia*, Madrid: Antonio Bosch Editor.