

## EL FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT PÚBLICO Y SU IMPACTO MACROECONÓMICO. ALGUNOS ASPECTOS DE INTERÉS

LUZ MARÍA GARCÍA-YÉVENES M.\*

Los problemas por los que atraviesa actualmente la gran mayoría de los países, identificados con el fenómeno de la “estanflación”, han generado la intensificación del ya tradicional debate sobre las virtudes de la participación estatal en la economía. Dentro de este debate, uno de los temas que ha adquirido mayor relevancia es el del impacto cualitativo y cuantitativo del déficit público y sus fuentes alternativas de financiamiento sobre el conjunto de variables macroeconómicas, relevancia que obedece al importante potencial de desestabilización que algunas de ellas pueden implicar respecto al resto de los agregados macroeconómicos.

A pesar de que la vastedad y complejidad del tema hacen virtualmente imposible la pretensión de recopilar todas las ideas y conceptos importantes que han sido desarrollados en este debate, a continuación se realiza un esfuerzo por presentar en forma resumida algunos de los planteamientos que hoy en día resultan más relevantes con respecto al impacto macroeconómico del déficit público y su financiamiento. Se trata, en suma, de exponer algunos conceptos que en el contexto actual resultan especialmente interesantes y sugerentes para entender la problemática macroeconómica, y que al mismo tiempo permiten arrojar un poco de luz sobre el por qué de las decisiones que se toman en materia de política económica.

El ensayo ha sido dividido en cinco secciones. La primera es una breve introducción para ubicar el problema; en la segunda se hace un recuento

\* La autora es profesora de tiempo completo en la Maestría en Ciencias Económicas, UACPYH-CCH, UNAM.

de los principales factores que determinan el impacto del déficit sobre los agregados macroeconómicos; en la tercera sección se exponen los principales planteamientos sobre el impacto de las fuentes alternativas de financiamiento del déficit; en la siguiente sección se hace una referencia más precisa respecto a algunos de los efectos más importantes del financiamiento del déficit, concretamente al efecto desplazamiento, al efecto sobre la inflación y al problema de la sostenibilidad del déficit en el largo plazo, y finalmente, en la quinta sección nos detenemos a considerar algunos de los aspectos más relevantes del problema en el caso de una economía abierta. Todo esto nos permite exponer algunas de las conclusiones que consideramos de mayor trascendencia para entender los problemas actuales de la economía en general y, en especial, de la economía mexicana.

## I. EL IMPACTO MACROECONÓMICO DEL DÉFICIT PÚBLICO

Hasta hace algunos años se había considerado, de acuerdo a la posición keynesiana convencional, contenida en la llamada "Síntesis Neoclásica", que un aumento del déficit público ejercía un efecto positivo sobre el nivel de actividad económica, siempre y cuando no se hubiese alcanzado el pleno empleo, en cuyo caso el incremento en la demanda generado por el déficit podría traducirse en presiones inflacionarias. Actualmente, con el arribo de posiciones críticas del keynesianismo, la concepción del déficit público como estímulo a la actividad económica es ampliamente debatida entre los autores que siguen sosteniendo esta posición y aquellos que plantean que, por el contrario, el déficit en el largo plazo no ejerce efectos positivos sobre el ingreso nacional y puede incluso llegar a tener efectos contractivos.<sup>1</sup>

En la medida en que el impacto macroeconómico del déficit público no ha sido establecido claramente por la teoría económica, resulta interesante hacer una revisión sobre los planteamientos que existen acerca del problema del déficit y su impacto macroeconómico, destacando las diferencias de opinión entre distintos autores sobre el conjunto de variables im-

<sup>1</sup> Entre los autores que sostienen esta última posición se encuentran aquéllos que apoyan la llamada hipótesis de la equivalencia ricardiana o problema Barro-Ricardo. Véase, por ejemplo, Robert J. Barro, "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy*, noviembre-diciembre de 1974; Roger Kormendi, "Government Debt, Government Spending and Private Sector Behavior", *American Economic Review*, vol. 73, núm. 5, diciembre de 1983; David A. Aschauer, "Fiscal Policy and Aggregate Demand", *American Economic Review*, vol. 75, marzo de 1985; Paul Evans, "Do Large Deficits Produce High Interest Rates?", *American Economic Review*, vol. 75, marzo de 1985.

plicadas. Reiteramos que dada la magnitud e importancia del tema, ninguna revisión puede ser exhaustiva; en este caso lo que se pretende es simplemente mencionar algunas opiniones sobre ciertos aspectos relevantes del debate.

## II. PRINCIPALES DETERMINACIONES DEL IMPACTO MACROECONÓMICO DEL DÉFICIT PÚBLICO

A grandes rasgos, es posible hablar de una serie de factores que estarían determinando el efecto del déficit sobre las principales variables macroeconómicas, entre los cuales los más importantes serían: *a)* el origen del déficit; *b)* si su financiamiento se realiza mediante deuda o vía monetización; *c)* su carácter transitorio o permanente, y finalmente, *d)* si las principales restricciones que enfrenta la economía provienen del lado de la oferta o de la demanda.<sup>2</sup>

*a)* El origen del déficit resulta importante en la medida en que su impacto será distinto si proviene de una reducción de impuestos o de un aumento en el gasto y, en este último caso, dependerá también de la composición de dicho gasto. A manera de ilustración, podemos mencionar que desde la perspectiva teórica más tradicional, representada por el esquema IS-LM, un déficit provocado por una reducción en los impuestos supondrá un estímulo positivo para la actividad económica, pero de distinta magnitud que en el caso en que el déficit se hubiese generado por un aumento del gasto público, lo cual dependerá de variables como el multiplicador o propensión marginal al consumo, la estructura impositiva y las tasas que prevalezcan, de la pendiente de la curva LM, etcétera. Por su parte, la composición del gasto también tendrá un impacto diferenciado en las distintas variables macroeconómicas, ya sea que afecte en mayor medida a la demanda (por ejemplo, gasto en transferencias) o a la oferta agregadas (mayor producción de insumos industriales).<sup>3</sup>

*b)* El tipo de financiamiento que se adopte también tendrá efectos diferenciados sobre las principales variables macroeconómicas. Así, por ejemplo, dentro del esquema IS-LM, la monetización del déficit implicará un incremento mayor en el nivel de actividad económica que si se optara por el financiamiento a través de deuda, ya que este tipo de financiamiento implica un desplazamiento no sólo de la curva IS, lo que reflejaría

<sup>2</sup> Véase Viñals, José, *El déficit público y sus efectos macroeconómicos. Algunas reconsideraciones*, Banco de España, Documento de Trabajo núm. 8504, p. 30.

<sup>3</sup> Dornbusch, Rudiger y Stanley Fischer, *Macroeconomics*, McGraw Hill, 1987.

un aumento del nivel de demanda agregada, como en el caso del endeudamiento, sino también un desplazamiento de la curva LM.<sup>4</sup>

c) En relación al carácter transitorio o permanente del déficit, el problema tiene diversos aspectos. En primer lugar está la relación que guarda con la cuestión de su financiamiento: si es transitorio, el financiamiento, ya sea con deuda o monetización, no implicará serios riesgos en el futuro en términos de la estabilidad del sistema económico. Si por el contrario se trata de un déficit permanente, el problema del financiamiento debe manejarse con cautela por la posibilidad de desestabilización que ello implica, problema que se encuentra relacionado con la formación de expectativas por parte de los agentes económicos. En efecto, según Barro y otros autores, si los agentes perciben que el déficit será permanente, el financiamiento con deuda puede ser visto como una forma de heredar el problema a las generaciones siguientes, y en ese sentido, los agentes podrían adoptar precauciones para que eso no sucediera; lo que estarían haciendo es ahorrar el exceso de ingreso generado hoy mediante el déficit público para utilizar ese ahorro mañana en el pago de los déficit y evitar así que éstos tuvieran que ser pagados por sus hijos.<sup>5</sup>

En el mismo sentido iría la apreciación de Viñals al hablar de que un déficit permanente creará expectativas de mayores tasas de interés en el futuro por la competencia de los sectores público y privado por el uso de los recursos financieros; esas expectativas influirán en el momento presente al elevar la tasa de interés actual.<sup>6</sup>

d) El impacto del déficit sobre el nivel de actividad depende también en una medida importante del tipo de restricciones que enfrenta la economía, es decir, si se trata de restricciones de oferta o de demanda. Si es la demanda agregada lo que resulta insuficiente, la existencia de un déficit público muy probablemente implicará un estímulo a la actividad económica sin afectar sustancialmente el nivel de precios. Si por el contrario, las restricciones vienen dadas por el lado de la oferta, entonces un incremento en el déficit público no afectará el nivel de actividad y sí, en cambio, se traducirá en un incremento de precios. Así, otro aspecto a considerar es la estructura económica del país de que se trate.

<sup>4</sup> Para una crítica a este modelo, véase Alan S. Blinder, "On The Monetization of Deficits". Laurence Meyer, *The Economic Consequences of Government Deficits*, Kluwer-Nijhoff Pub., 1983.

<sup>5</sup> Véase Barro, "Are Government...", *op. cit.*; Evans, "Do Large Deficits...", *op. cit.*; Preston J. Miller, "Higher Deficit Policies Lead to Higher Inflation", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, invierno de 1983.

<sup>6</sup> Viñals, *El déficit público...*, *op. cit.*, p. 28

De lo anterior se desprende que la forma en que el déficit afecta la economía depende de una serie de elementos que interactúan entre sí y de las expectativas que dichos elementos generan en los agentes económicos. En la actualidad, y desde la perspectiva de los países en desarrollo, tal vez el factor que resulta más importante es el que se refiere a las fuentes de financiamiento del déficit y a las limitaciones que éstas pueden enfrentar, por lo que nos centraremos en esta cuestión.

### III. EL IMPACTO MACROECONÓMICO DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT PÚBLICO

Antes de abordar los problemas derivados de las fuentes de financiamiento conviene hacer una observación sobre la naturaleza del déficit que nos interesa analizar.

En general se considera que en los momentos de crecimiento económico los ingresos públicos tienden a aumentar, mientras que el gasto del gobierno tiende a reducirse en términos relativos, lo cual da por resultado que durante el auge el déficit público pierda importancia relativa. Por el contrario, durante los periodos recesivos los ingresos públicos, como tendencia, se deterioran, mientras que se incrementan las presiones para aumentar el gasto, con lo cual el resultado neto es una tendencia al aumento relativo del déficit en las recesiones. Esta tendencia del déficit a moverse de manera en cierta forma automática en sentido inverso al ciclo económico es lo que se conoce como *componente inducido del déficit* o *déficit cíclico*.<sup>7</sup> En la medida en que este componente del déficit no es susceptible de manipulaciones, su impacto no es el que resulta más relevante para el analista de la política económica. Existe otra parte del déficit que es la que refleja las decisiones que se adoptan en materia de ingresos y gasto y que son a su vez independientes, al menos parcialmente, del ciclo: es en este sentido que se habla de un *componente discrecional del déficit* o *déficit estructural*. Este componente es el que resulta realmente importante para el análisis macroeconómico, no sólo porque es el que puede manipularse a través de los instrumentos de política, sino además, porque es el que refleja la tendencia de largo plazo. Algunos autores han definido este componente estructural como el déficit de pleno empleo, es decir, aquel que existiría si la economía estuviese funcionando en un ni-

<sup>7</sup> Sobre la necesidad de distinguir entre déficit cíclico y déficit estructural, consúltense los trabajos de Vito Tanzi y Mario I. Blejer. *Los Desequilibrios Fiscales y el Desequilibrio de la Balanza de Pagos en los Programas de Ajuste del FMI* (mimeo); y Viñals. *El Déficit Público...*, *op. cit.*

vel de pleno empleo, en ocasiones asociado con una tasa de desocupación del 6.5%.<sup>8</sup> Dicho en otras palabras, si suponemos que la trayectoria de largo plazo de la economía es estable y que, además, esa tasa de crecimiento es igual a la tasa potencial o de pleno empleo, el déficit que se presentaría en ese momento es lo que definimos aquí como déficit estructural.

Intentemos ahora una breve descripción de los problemas que se enfrentan al momento de decidir entre una u otra opciones de financiamiento.

Supongamos que en el periodo  $t-1$  los ingresos y los gastos del gobierno son iguales, es decir, estamos partiendo de una situación de equilibrio presupuestal. En el periodo corriente,  $t$ , el gobierno decide aumentar el gasto con el fin de incrementar el nivel de actividad económica<sup>9</sup> y al mismo tiempo mantener constante el ingreso, en cuyo caso se presenta un déficit que llamaremos *déficit primario*, es decir, un déficit que resulta de un exceso de gasto sobre el ingreso.<sup>10</sup> En este momento, el gobierno debe decidir cómo se va a financiar ese déficit, para lo cual se le presentan dos opciones: monetizarlo o emitir bonos de la deuda pública.<sup>11</sup>

En sentido estricto, cualquiera de los dos casos implica endeudamiento por parte del gobierno, si bien el mecanismo y el resultado son distintos: si lo monetiza, se endeudará con la autoridad monetaria, y si emite bonos se endeudará con el público en general. La monetización del déficit, o endeudamiento con la autoridad monetaria, quiere decir que el gobierno, a través de la tesorería, emite bonos que van a ser vendidos al banco central, quien paga al gobierno mediante un depósito en esa misma institución contra el cual el gobierno (la tesorería) girará sus cheques. Ese depósito implica la creación de dinero primario (*high-powered money*), de tal manera que cuando la tesorería emite cheques contra esa cuenta se está poniendo en circulación dinero de nueva creación. Es por esta razón

<sup>8</sup> Véase por ejemplo, Stephen M. Sheffrin, "Long-run Effects of Government Deficits" en *Portfolio: International Economic Perspectives*, vol. II, Issue 4. Para un tratamiento detallado de la correcta medición de los déficit, consúltese R. Eisner y P. Pieper, "A New View of the Federal Debt and Budget Deficits", *American Economic Review*, vol. 74, núm. 1, marzo de 1984.

<sup>9</sup> Por el momento no importa discutir si el aumento del gasto efectivamente aumentará el nivel de actividad, como sostendría la teoría keynesiana, o si solamente se traducirá en incrementos de precios, como plantearía la escuela monetarista.

<sup>10</sup> Sheffrin define este concepto de una manera más puntual cuando señala que el déficit primario es el déficit real que excluye el pago de intereses, que sería igual al déficit si no existiera un *stock* acumulado de deuda. Véase Sheffrin, "Long-run Effects...", *op. cit.*

<sup>11</sup> Una tercera opción sería aumentar los impuestos o disminuir el gasto en el periodo  $t+1$ , para producir un superávit primario; sin embargo, el considerar esa opción sería igual a suponer que el gobierno desistió de su intención original de estimular la actividad económica.

que el endeudamiento con el banco central o autoridad monetaria se conoce también como “monetización del déficit”.

Si el gobierno opta por financiar su déficit mediante el endeudamiento con el público, lo que hace es emitir bonos de la deuda y colocarlos en el sector privado. En este caso la cantidad de circulante permanece sin cambio, y lo único que se altera es su distribución; sin embargo, el *stock* de deuda pública sí se incrementa, lo que no sucede con la monetización del déficit.

Vistas en su forma más simple, cualquiera de las dos formas de financiamiento presenta ventajas y desventajas. Respecto a la monetización del déficit, es bien sabido que la teoría económica tradicional, a través del esquema IS-LM, sostiene que el incremento en el *stock* de dinero en circulación, al desplazar la curva LM, genera una reducción de la tasa de interés, lo que a su vez representa un estímulo a la inversión y deriva, por tanto, en un aumento del producto nacional. Sin embargo, si la economía se encuentra en un punto cercano al de pleno empleo, el aumento del circulante, al generar un incremento en la demanda agregada superior a la capacidad de respuesta de la economía, se traduce en presiones inflacionarias. Por su parte, el argumento monetarista clásico, basado en el análisis de Cagan<sup>12</sup> establece una relación unidireccional (*one-way causality*) entre los aumentos de la base monetaria y los incrementos de precios.<sup>13</sup>

En este caso lo que se puede esperar es que el efecto neto del déficit sobre el producto y sobre el nivel de precios se establezca por el papel que jueguen los otros determinantes de estas variables: por el momento, y para efectos de la exposición, aquí se supone que la monetización del déficit tiene el efecto de incrementar el producto pero también la tasa de inflación.

Por el otro lado, podemos suponer que la situación contraria se presenta en el caso del financiamiento vía deuda. Si el déficit se financia mediante la colocación de bonos entre el público, el gobierno estará creando una situación de competencia con la inversión privada por el uso de los recursos, es decir, una situación de desplazamiento del sector privado o *crowding out*; esto presionará al alza la tasa de interés generando un efecto contractivo sobre el nivel del producto. Sin embargo, el financiamiento del déficit vía deuda, al no generar aumento en la tenencia de circulante ni

<sup>12</sup> Cagan, Phillip, “The Monetary Dynamics of Hyperinflation”, Milton Friedman, *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, 1956.

<sup>13</sup> Para profundizar en este argumento, consúltese también la obra clásica de Milton Friedman, “The Quantity Theory of Money. A Restatement”, y en general los ensayos recopilados por este mismo autor en M. Friedman, *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, 1956.

presiones sobre la demanda agregada, resulta más adecuado con respecto al efecto sobre los precios que la monetización del déficit.

Volviendo al problema que habíamos planteado, supongamos que el gobierno opta por financiar su déficit primario mediante la emisión de deuda pública pues considera que la monetización crearía presiones inflacionarias, toda vez que la economía se encuentra en una fase de expansión como respuesta al estímulo representado por el aumento del gasto. Esto puede expresarse como

$$G_t = T_t + B_t$$

donde  $G$  es el gasto público total,  $T$  es la recaudación tributaria y  $B$  los bonos de la deuda pública, todo en el periodo corriente  $t$ . Aquí resulta importante introducir la noción de que mientras en el periodo  $t$ , la variable  $B$  es el déficit público, que está representando un flujo para el periodo siguiente,  $t+1$ , ese monto inicial  $B$  habrá pasado a representar el *stock* acumulado de deuda, partiendo como habíamos señalado, de una situación inicial de equilibrio. Si este proceso continúa hasta el periodo  $tn$ , la suma de los déficit de los periodos  $t, t+1 \dots t+n-1$  será igual al *stock* de deuda pública acumulado hasta el periodo  $n$ .

Suponiendo que tanto la política fiscal expansiva como el resto de las variables permanecen constantes en el periodo siguiente, y que no se han realizado amortiguaciones de capital, el monto total del gasto deberá incrementarse en una magnitud igual al pago de intereses de la deuda en que se incurrió en el periodo anterior; esto significa que

$$G_{t+1} = G_t + i(B_t)$$

donde  $i(B_t)$  es el monto de intereses a pagar. Si suponemos que el gobierno no quiere: *a*) reducir lo que llamaremos "gasto efectivo", es decir, el gasto neto de cargas financieras; *b*) aumentar los impuestos; *c*) monetizar el nuevo déficit, entonces tiene que recurrir nuevamente a la emisión de deuda. Esta nueva deuda requiere también del pago de intereses, con lo cual el déficit del periodo siguiente se habrá incrementado nuevamente en el monto del servicio de la nueva deuda, suponiendo nuevamente que no se han realizado amortizaciones de capital.

El proceso antes descrito no puede continuar indefinidamente toda vez que, por un lado, la demanda de bonos gubernamentales por parte del



sector privado establece un límite para la colocación de los mismos.<sup>14</sup> Por el otro lado, el pago de intereses que el gobierno debe hacer cada vez que financia el nuevo déficit por medio de deuda pública, es decir, la "carga financiera del déficit público, representa otra restricción al financiamiento por este medio una vez que el *stock* acumulado de deuda haya llegado a representar una magnitud tal que su servicio absorba una parte importante y creciente del presupuesto público.<sup>15</sup> Más aún, cuando el financiamiento ha alcanzado este límite, el gobierno se enfrenta a la necesidad de a) o bien obtener un superávit primario con el fin de reducir el *stock* de deuda, o b) a la necesidad de monetizar el déficit, con lo cual incurrirá en la creación de dinero que en un inicio deseaba evitar. Desde luego, la decisión que se tome dependerá del contexto macroeconómico general, así como del ambiente socio-político que impere.

Volvamos al planteamiento original y supongamos ahora que el gobierno decide financiar su déficit primario por medio de la monetización. Según la teoría tradicional, el *stock* de dinero en circulación se incrementará en la misma magnitud que el déficit; esto presionará la demanda agregada y se traducirá por tanto en un aumento de precios, suponiendo un nivel cercano al pleno empleo, situación que además se refuerza porque, según esta posición, el incremento en el *stock* de dinero es percibido por los agentes económicos como un aumento en su riqueza que se traduce también en un aumento del consumo. Adicionalmente, la monetización del déficit, al incrementar el *stock* de dinero en circulación, producirá un descenso en el nivel de la tasa de interés, lo cual sirve como un estímulo adicional para la inversión y, por tanto, puede dar lugar a un incremento en el nivel de actividad económica.

Resulta interesante añadir a lo anterior que el financiamiento por la vía de la monetización del déficit implica una fuente adicional de ingresos públicos, debido a lo que se conoce como la "recaudación a través del impuesto inflacionario", que es igual a la tasa de inflación que multiplica a la base monetaria real. Al aumentar el *stock* de dinero en circulación, es decir, al aumentar la tenencia de efectivo por parte del público en términos nominales, los saldos reales permanecen sin cambio por efecto de la inflación. Esto significa que la inflación actúa como un impuesto porque

in an Inflationary Economy", *Journal of Money, Credit and Banking* 8, noviembre de 1976.

<sup>14</sup> Sargent, Thomas J. y Neil Wallace, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, otoño de 1981.

<sup>15</sup> Sobre el efecto desestabilizador que representa el pago de intereses, véase Sheffrin, "Long-run effects...", *op cit.*; y Pyle y Turnovsky, "The Dynamics of Government Policy

se fuerza a la gente a gastar menos que su ingreso y paga la diferencia al gobierno a cambio de dinero extra.<sup>16</sup> Dicho en otras palabras, el aumento del circulante provoca un incremento en la inflación; esto tiene como consecuencia que la gente sufra una pérdida de poder adquisitivo, que pasa a manos del gobierno mediante la puesta en circulación de dinero de nueva creación. Adicionalmente debe considerarse que si la economía atraviesa por una fase inflacionaria ocasionada por otros elementos, el valor real del *stock* de deuda pública se reducirá más aún.

Resumiendo lo anterior, resulta entonces que el financiamiento del déficit público a través de la emisión de deuda presenta el problema de la competencia entre el sector público y el sector privado por el uso de los recursos financieros de la economía (*crowding out*), y deriva en un aumento de la tasa de interés con la consiguiente posibilidad de generar una contracción en la actividad económica. Además se presenta el problema del pago de intereses, que puede llegar a convertirse en una limitante en sí misma a este tipo de financiamiento. Por su parte, la monetización del déficit puede estimular la actividad económica, pero su principal desventaja radica en el efecto negativo que se genera sobre el nivel de precios.<sup>17</sup>

Los efectos antes descritos han estado sujetos desde hace mucho tiempo a una amplia polémica por parte de los autores de las distintas escuelas de pensamiento económico, y en general, no puede hablarse de que exista consenso en lo que se refiere a los principales aspectos. La importancia que tiene actualmente este debate obliga a introducir aquí algunos de los puntos centrales de desacuerdo y los principales argumentos en uno y otro sentidos.

#### IV. ALGUNOS EFECTOS ESPECIALES DEL FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT

##### *A. La deuda y el efecto desplazamiento*

El efecto que tradicionalmente se ha atribuido al financiamiento del déficit vía emisión de deuda en el sentido de desplazar la inversión privada, o *crowding out*, es el centro de un amplio e interesante debate que abarca desde las calificaciones más simples hasta las críticas más agudas. Desde

<sup>16</sup> Véase Dornbusch y Fischer, *Macroeconomics*, *op. cit.*, p. 646.

<sup>17</sup> Algunos autores han planteado que, independientemente del tipo de financiamiento por el que se opte, el déficit público generará inflación. Véase por ejemplo Miller, "Higher Deficits Lead...", *op. cit.*

luego, la controversia clásica es la que incluye los planteamientos de la Teoría General de Keynes y las críticas que se le han hecho desde su aparición. Sin pretender hacer una revisión exhaustiva del debate, a continuación se presentan algunos de los aspectos centrales del mismo.

Dentro de los matices que se han introducido al efecto desplazamiento, podemos ubicar el que plantea Sheffrin al sugerir que el *crowding out* derivado del financiamiento del déficit por medio de bonos, se evitaría en el caso de que el ahorro privado lograra incrementarse en la medida suficiente como para poder financiar tanto el nivel previo de inversión privada como el mayor déficit.<sup>18</sup>

Por su parte, Pyle y Turnovsky plantean que el efecto del financiamiento vía bonos sobre el nivel de ingreso es indeterminado, ya que si bien es cierto que la competencia por el uso de recursos presionará al alza la tasa de interés y eso tendrá un efecto contractivo sobre el ingreso, por el otro lado se encuentra el efecto expansivo que se ejerce por el aumento del ingreso disponible derivado del pago de intereses. Así, el efecto neto depende de cuál de las dos tendencias prevalezca.<sup>19</sup>

Cohen y McMenamin sugieren que para que el financiamiento con bonos sea contractivo si se requiere que dichos bonos sean un sustituto cercano de las acciones dentro del portafolio privado, y más aún, que si los bonos son un sustituto cercano del dinero, su utilización como vía de financiamiento tendrá efectos expansivos sobre el nivel de ingreso.<sup>20</sup>

El argumento de Cohen y McMenamin es en cierta forma refutado por Benjamín Friedman, quien establece que debido a la heterogeneidad que prevalece en la categoría genérica de "bonos gubernamentales" y, por tanto, debido a la diversidad de rendimientos de estos instrumentos, los bonos no pueden considerarse sustitutos cercanos de las acciones ni del dinero; más aún, ni siquiera pueden considerarse sustitutos entre ellos mismos. No obstante, Friedman considera que la posibilidad de que los bonos ejerzan o no un efecto desplazamiento (*crowding out* o *crowding in*) depende de su periodo de maduración: si se trata de bonos a largo plazo, el efecto prevaletiente será de *crowding out*, pero si son bonos de corto plazo, el efecto será de *crowding in*. En este contexto, este autor concluye que la tradicional disyuntiva o *trade-off* entre crecimiento del ingreso total por la vía del

<sup>18</sup> Véase Sheffrin, "Long-run Effects...", *of cit.*

<sup>19</sup> Pyle y Turnovsky, "The Dynamics of...", *op. cit.*

<sup>20</sup> Cohen, Darrel y J. Stuart McMenamin. "The Role of Fiscal Policy in a Financially Disaggregated Macroeconomic Model", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 10, núm. 3, agosto de 1978.

aumento del déficit y reducción de la inversión privada por el incremento de la tasa de interés ya no es válido.<sup>21</sup>

Finalmente, Evans, después de analizar 100 años de la historia económica de Estados Unidos, demuestra que por lo menos para este caso no existe evidencia empírica de una correlación positiva entre el aumento del déficit y el aumento de la tasa de interés. Lo que sugiere Evans como explicación a este fenómeno es que un aumento del déficit significa para la gente un aumento futuro en los impuestos, lo que los motiva a ahorrar hoy el exceso de ingreso para hacer frente a su disminución mañana; de esta manera el aumento del déficit no provoca cambios en las tasas de interés por la anticipación de los acontecimientos futuros.<sup>22</sup> Como puede observarse, Evans solamente recoge los planteamientos de la equivalencia ricardiana para explicar la evidencia empírica que encuentra en el curso de sus investigaciones.<sup>23</sup>

Los argumentos anteriores permiten establecer que, en el mejor de los casos, el efecto del financiamiento del déficit con bonos sobre el nivel de actividad económica no está claro, pues mientras algunos autores sostienen que ese efecto es contractivo, otros aseguran que puede ser expansivo o bien que el resultado depende de otros factores. Veamos ahora algunos argumentos dentro de la polémica sobre los efectos del financiamiento monetario del déficit en la inflación.

### *B. La monetización del déficit y la inflación*

Hemos visto antes que uno de los principales argumentos que se esgrimen para privilegiar el financiamiento del déficit vía emisión de bonos por sobre la monetización es que se supone que esta última provocará un incremento de la inflación.<sup>24</sup> Resulta interesante introducir aquí algunos de los planteamientos que se han hecho al respecto.

En primer término, algunos autores sostienen que la relación que existe entre aumento del circulante e incremento de precios no es una relación unidireccional como sostienen los exponentes del monetarismo clásico, sino en todo caso una relación que corre en ambas direcciones, pues tanto el

<sup>21</sup> Friedman, Benjamín M., "Crowding Out or Crowding In? Economic Consequences of Financing Government Deficits", *Brookings Papers on Economic Activity*, The Brookings Institution, Washington D.C., 1978.

<sup>22</sup> Evans. "Do Large Deficits...", *op. cit.*

<sup>23</sup> Véase Barro, "Are Government...", *op. cit.*

<sup>24</sup> Para una exposición clara y sistemática de los puntos que apoyan este argumento véase Miller, "Higher Deficits Lead...", *op. cit.*

aumento del circulante impacta los precios, como el crecimiento de los precios tiene una influencia importante sobre el aumento del circulante.<sup>25</sup>

En apoyo a esta idea de la causalidad circular (*two-way causality*) se encuentra también el argumento de la endogeneidad de la oferta monetaria. En efecto, si suponemos un aumento en el nivel de precios, el poder adquisitivo del dinero tenderá a reducirse de tal manera que la oferta monetaria tendrá que crecer en la medida necesaria para que los saldos reales queden sin cambio y se restablezca el poder adquisitivo previo, argumento que implica la endogeneidad de la oferta monetaria.<sup>26</sup>

Es importante añadir a lo anterior que la relación entre déficit e inflación se inicia de hecho con los ingresos y gastos públicos y el pago de intereses. En cuanto al ingreso, se tiene lo que se ha dado en llamar "efecto Tanzi",<sup>27</sup> es decir, que la recaudación tributaria puede verse mermada por la mera depreciación de la moneda debido a rezagos en la recaudación a lo largo del ejercicio fiscal;<sup>28</sup> sin embargo, esto podría compensarse en alguna medida por el efecto conocido como *fiscal drag*, que es simplemente

<sup>25</sup> Véase Michael Lovell, "Seasonal Adjustment of Economic Time Series and Multiple Regression Analysis", *American Statistical Association Journal*, diciembre de 1963; Jacob Frenkel, "The Forward Exchange Rate, Expectations, and the Demand for Money: The German Hyperinflation", *American Economic Review*, vol. 67, núm. 4, septiembre de 1977; Sargent y Wallace, "Rational Expectations and the Dynamics of Hyperinflation", *International Economic Review*, vol. 14, junio de 1973; Bijan B. Aghevli y Mohsin S. Khan, "Government Deficits and the Inflationary Process in Developing Countries", *IMF Staff Papers*, vol. 26, septiembre de 1978. Para la aplicación de este argumento al caso de países en desarrollo, véase la obra de E. Bacha, en especial los artículos alusivos al tema que se publicaron en *El Milagro y la Crisis. Economía Brasileña y Latinoamericana*. Ensayos núm. 57, Fondo de Cultura Económica. Por último, en la revisión de la evidencia empírica que hace en su artículo "On The Monetization of Deficits", Blinder llega a la conclusión de que la relación de causalidad entre aumento del circulante y aumento de los precios no es clara. Blinder, "On the Monetization...", *op. cit.*

<sup>26</sup> Para profundizar en el argumento de la endogeneidad de la oferta monetaria, consúltese los trabajos de Frenkel, "The Forward Exchange Rate..." *op. cit.*; y Rodney L. Jacobs, "Hyperinflation and the Supply of Money", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 9, núm. 2, mayo de 1977.

<sup>27</sup> Tanzi, Vito, "Inflation, Lags in Collection and the Real Value of Tax Revenue", *IMF Staff Papers*, vol. 24, núm. 1, marzo de 1977. Para la aplicación de este concepto a un caso empírico, véase del mismo autor, "Inflation, Real Tax Revenue, and the Case for Inflationary Finance: Theory with an Application to Argentina", *IMF Staff Papers*, vol. 25, núm. 3, septiembre de 1978.

<sup>28</sup> Tanzi señala que esta posibilidad depende de cuatro factores: 1) la elasticidad-precio del sistema impositivo (mientras más baja sea esa elasticidad, mayor será el impacto en el rezago recaudatorio); 2) la proporción entre ingresos tributarios e ingreso nacional; 3) la proporción entre oferta monetaria e ingreso nacional; 4) la elasticidad de la demanda de saldos reales respecto a la inflación esperada. Tanzi, V., "Inflation, Real Tax Revenue..." *op. cit.*, p. 443.

el desplazamiento de los contribuyentes hacia categorías impositivas más elevadas (suponiendo una estructura impositiva progresiva) por efecto del incremento nominal de sus ingresos.<sup>29</sup>

Por su parte el gasto público se verá también afectado por la inflación, dado que su realización no se da de una sola vez, sino en el transcurso del ejercicio fiscal; en este sentido, el gasto efectivamente realizado al final del periodo dependerá de la decisión que se haya tomado respecto a mantener o no en términos reales el presupuesto originalmente establecido. A esto cabe agregar que en circunstancias normales, existen diversas situaciones económicas e institucionales que reducen considerablemente la flexibilidad del gasto hacia la baja.

Aghevli y Khan han señalado que si bien es cierto que la experiencia histórica demuestra una relación entre déficit e inflación que corre en ambos sentidos, en el caso de los países en desarrollo es más razonable esperar que en situaciones inflacionarias el gasto público se ajuste de manera más rápida que los ingresos, mientras que en los países desarrollados lo más probable es que suceda lo contrario. Así, el efecto neto de la inflación sobre el déficit primario será negativo en el caso de los países en desarrollo y positivo para los países industrializados. Más aún, estos autores encontraron que mientras mayor fuera el rezago en la recaudación tributaria, mayor era también la tasa de inflación registrada.<sup>30</sup>

Finalmente, en cuanto al pago de intereses, el impacto dependerá de la evolución de las tasas de interés del mercado y de la existencia de cláusulas de indexación, si bien se reconoce que en general el aumento nominal en el pago de intereses no representa una transferencia en términos reales para los tenedores de deuda.<sup>31</sup>

Si bien es interesante el argumento de que la relación déficit-inflación es dual, resulta todavía más interesante el planteamiento que Sargent y Wallace han hecho respecto a que una política de control del crecimiento de la base monetaria, al traducirse en un aumento de las tasas de interés, se traducirá más tarde o más temprano en un aumento de la carga de la deuda, lo cual a su vez implicará una más elevada tasa de inflación en el futuro, siempre y cuando el rendimiento real de los bonos sea mayor que el ritmo de crecimiento de la economía. Más aún, si se supone que la demanda de dinero depende de la tasa esperada de inflación, y por tanto,

<sup>29</sup> Véase Vito Tanzi, Mario I. Blejer y Mario O. Teijeiro, "The Effects of Inflation on the Measurement of Fiscal Deficits", M. Blejer y Ke-Young-Chu, *Measurement of Fiscal Impact. Methodological Issues*, IMF Ocasiona Paper 59, junio de 1988.

<sup>30</sup> Aghevli y Khan, "Government Deficits...", *op. cit.*

<sup>31</sup> Tanzi, Blejer y Teijeiro, "The Effects of Inflation on...", *op. cit.*, p. 6.

que el nivel actual de precios depende del nivel actual y del nivel esperado (anticipado) de la oferta monetaria, esto implica que las expectativas de altas tasas de creación monetaria en el futuro tenderán a elevar la tasa actual de inflación.<sup>32</sup>

### C. El problema de la sostenibilidad del déficit público

Como de alguna manera ha sido ya planteado, el impacto macroeconómico del financiamiento del déficit público no depende únicamente de que se opte ya sea por la monetización o bien por la emisión de deuda. Otros factores que resultan determinantes al respecto son la tasa real de interés, el crecimiento de la economía y la relación entre deuda e ingreso nacional. De hecho, son estos factores los que determinarán en última instancia la trayectoria y/o sostenibilidad del déficit en el largo plazo.

El hecho de que el gobierno pueda sostener en el largo plazo la existencia de un déficit primario que, además, se va acumulando en el tiempo bajo la forma de un *stock* de deuda, depende indiscutiblemente de cuál sea la trayectoria que presenta la relación entre deuda e ingreso nacional. Si esta relación tiende a incrementarse en el tiempo, llegará un momento en que independientemente del comportamiento del resto de las variables implicadas, el gobierno se verá obligado a tomar algún tipo de medidas que contrarresten esta tendencia. En esta situación extrema, es muy probable que esas medidas tengan que empezar con la obtención de un superávit primario combinado tal vez con un aceleramiento del proceso inflacionario por la vía de un incremento en la base monetaria.

El problema anterior puede expresarse en una fórmula muy sencilla:<sup>33</sup>

$$d = \frac{x}{n - r}$$

donde  $d$  = proporción entre deuda e ingreso nacional

$x$  = déficit primario como proporción de ingreso nacional

$r$  = tasa de interés

$n$  = tasa de crecimiento del ingreso nacional

<sup>32</sup> Véase Sargent y Wallace, "Some Unpleasant...", *op. cit.* Para una crítica de este planteamiento, véase Michael R. Darby, "Some Pleasant Monetarist Arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, primavera de 1984, y la contestación que Miller y Sargent hacen a Darby con el título "A Reply to Darby", en esa misma publicación.

<sup>33</sup> Véase Sheffrin, S. "Long-run Effects...", *op. cit.*

La fórmula anterior sugiere que la proporción entre deuda e ingreso tenderá a crecer conforme *a*) sea mayor el déficit primario como proporción del ingreso; *b*) la tasa de interés exceda a la tasa de crecimiento del ingreso, y *c*) la tasa de crecimiento del ingreso sea mayor.

De lo anterior se desprende, en cierta medida, la importancia de estabilizar la proporción que existe entre deuda pública e ingreso nacional. Sin embargo, aun cuando resulta evidente la necesidad de consolidar esta relación, lo que de ninguna manera es claro es qué criterio debe establecerse para determinar una magnitud "sana" o adecuada en dicha relación. En otras palabras, una vez que se ha establecido claramente que debe existir un límite al crecimiento de la deuda pública como proporción del producto, el siguiente paso es entonces determinar cuantitativamente la magnitud de la deuda que garantice su estabilidad en el tiempo.

En realidad el problema de la estabilidad antes mencionado es, más precisamente, un problema de "sostenibilidad". Esto significa simplemente que la proporción deuda/*PIB* no debe presentar tendencias explosivas, es decir, no debe mostrar un crecimiento exponencial. Esto, desde luego, dependerá de que los déficit presupuestales no sean financiados durante periodos prolongados con nueva deuda, pues en tal caso llegaría un momento en que las nuevas emisiones de bonos serían apenas suficientes para cubrir el pago de intereses de la deuda previamente acumulada. Por el otro lado, el problema de la sostenibilidad del déficit en el largo plazo está en relación con el ritmo de crecimiento del producto, con la tasa de interés real y con la velocidad de expansión de la oferta monetaria.

La relación entre el déficit y la tasa de interés ha quedado ya parcialmente indicada al mencionar la relación entre el déficit y la inflación. Si el déficit se financia con deuda, la tasa de interés real en un primer momento tenderá a incrementarse debido a la competencia por el uso de los recursos financieros; si por el contrario, el déficit se monetiza, el aumento en el *stock* de dinero hará descender la tasa de interés. En cuanto al *stock* de deuda, si el tipo de interés aumenta, eso impactará el nivel de endeudamiento por el mayor monto del servicio de la deuda. Sin embargo, ante incrementos en la tasa real de interés, la proporción deuda/producto no necesariamente aumentará, a menos que se den dos condiciones: *a*) que esos incrementos sean mayores que la tasa de crecimiento del producto y *b*) que no se obtengan superávits primarios que permitan la reducción de dicha relación.<sup>34</sup>

<sup>34</sup> Sheffrin, "Long-run Effects...", *op. cit.*



De lo anterior se deriva también la relación entre déficit y crecimiento del producto. En una economía estancada, donde la tasa de incremento de la renta es igual a cero, la relación entre deuda y producto solamente podrá mantenerse estable a condición de que tanto la tasa de interés real como el déficit primario sean iguales a cero. Si el tipo de interés real es mayor que el ritmo de crecimiento del producto, aun cuando el déficit primario sea igual a cero, la relación deuda/producto tenderá a aumentar, generándose también un monto adicional de intereses a pagar y así sucesivamente. Por el contrario, si la economía está creciendo a una tasa igual o mayor que el interés real y/o que el crecimiento del déficit primario, la relación deuda/producto permanecerá estable o, por lo menos, no aumentará.

A partir de las consideraciones anteriores, es posible plantear que la existencia hoy de déficit fiscales tendrá en el largo plazo dos posibles consecuencias: o bien que se tengan que obtener superávits primarios, para lo cual será necesario incrementar los impuestos, reducir el gasto o una combinación de ambos, o bien recurrir a la monetización de los déficit, con lo cual se corre el riesgo de provocar y/o acelerar el proceso inflacionario.<sup>35</sup>

#### V. EL FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT EN UNA ECONOMÍA ABIERTA

Hasta aquí se ha considerado únicamente el problema del déficit y su financiamiento para el caso de una economía cerrada. A continuación se mencionarán algunos posibles efectos del financiamiento del déficit público considerando que se efectúan transacciones monetario-financieras con el exterior, incluyendo el financiamiento externo del déficit.

En general, puede decirse que el impacto macroeconómico del déficit en una economía abierta será similar al impacto en una economía cerrada en el sentido de que responde, en esencia, a las mismas variables, a saber, la tasa de crecimiento del producto, la tasa real de interés, la proporción entre deuda y producto y, desde luego, dependerá de manera muy importante de la fuente de financiamiento que se escoge. En el momento en que el análisis incorpora al sector externo, este último aspecto, el tipo de financiamiento del déficit, se vincula con el origen de los recursos, es decir, si éstos provienen del mercado interno o del exterior. Veamos cada uno de estos casos.

En cuanto al financiamiento interno del déficit a través de emisión de deuda, se había señalado que en general se le atribuye la ventaja de no

<sup>35</sup> Véase Viñals, "El Déficit Público...", *op. cit.*, p. 19.

crear presiones inflacionarias, y la desventaja de presionar a la alza la tasa de interés. Haciendo a un lado los efectos internos de este tipo de financiamiento, es posible señalar que el impacto sobre el sector externo dependerá en lo esencial del nivel que alcance la tasa de interés de los bonos en relación a la tasa que impera en el exterior, tomando en cuenta además que la tasa interna debe incluir una cierta prima por el riesgo cambiario en caso de que existan expectativas devaluatorias. Si el diferencial de tasas de interés resulta favorable para los bonos, el financiamiento por este medio no representará problemas adicionales a los señalados para el caso de la economía cerrada; si por el contrario, el diferencial resulta negativo, entonces puede presentarse el caso de que la demanda por bonos se desplace hacia los activos externos, con lo que se provocará una fuga de capitales que deteriorará la balanza de pagos y fomentará las expectativas de devaluación.<sup>36</sup>

Consideremos ahora el caso de la monetización del déficit. Si el déficit se financia mediante un aumento del circulante, la relación que se establece entre déficit y sector externo tiene que ver tanto con los resultados de la balanza comercial como con la sustituibilidad de activos internos y externos. En el primer caso, el incremento de precios internos puede dar lugar al surgimiento y/o profundización del déficit comercial, si el tipo de cambio nominal se mantiene constante; si por el contrario se supone un régimen cambiario flexible, el aumento de precios internos dará lugar a una devaluación de la moneda doméstica con lo que se supondría que la balanza comercial permanecería inalterada.<sup>37</sup>

En cuanto a la sustituibilidad de los activos internos y externos, Mundell y Fleming sugieren en sus trabajos pioneros, que un aumento de los precios internos en una economía con perfecta movilidad de capital y tipo de cambio flexible daría lugar a un proceso de sustitución de activos internos por externos que anularía los posibles efectos positivos del déficit sobre el nivel de ingreso nacional; en este caso nos encontraríamos con que la monetización del déficit no solamente genera inflación, sino incluso, a través de la apreciación del tipo de cambio real, podría llevar a un déficit de balanza de pagos igual al déficit fiscal que derivaría en una contracción de la renta.<sup>38</sup>

<sup>36</sup> Para un tratamiento detallado de este problema, véase Tanzi y Blejer, "Los Desequilibrios Fiscales...", *op. cit.*

<sup>37</sup> Tanzi y Blejer, "Los Desequilibrios Fiscales...", *op. cit.*

<sup>38</sup> Mundell, Robert, "Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates", *Canadian Journal of Economics*, noviembre de 1963; J.M. Fleming, "Do-

Los efectos de la monetización del déficit sobre el sector externo varían desde luego de acuerdo al enfoque que se adopte. Por ejemplo, los argumentos del enfoque monetario de balanza de pagos son más drásticos que los sugeridos por Mundell y Fleming; para este enfoque, el aumento del componente doméstico de la base monetaria bajo un régimen de tipo de cambio fijo dará lugar a un cambio de la misma magnitud pero de signo contrario en las reservas internacionales. Para el llamado "enfoque absorción", el aumento de la base monetaria provocará una reducción de la tasa de interés, y esto provocará un aumento en el ingreso nacional, lo que incrementará las importaciones; al mismo tiempo, la reducción de la tasa de interés interna provocará una fuga de capitales que junto al aumento de las importaciones, determinarán un deterioro de la balanza de pagos. Ese deterioro, sin embargo, no es lo suficientemente grande como para anular el efecto inicial del aumento del circulante.<sup>39</sup>

Veamos ahora el caso en que el déficit se financia mediante recursos provenientes del exterior. La entrada de fondos por este concepto ocasionará un fenómeno similar al causado por la monetización del déficit, es decir, un aumento de la liquidez interna que se puede traducir en presiones inflacionarias. Sin embargo, dado que los créditos externos, a diferencia de la monetización, suponen la posibilidad de realizar mayores importaciones, serán menos inflacionarias que ésta, pero tendrán un impacto negativo sobre la balanza de pagos.<sup>40</sup>

Por otro lado, si suponemos que una parte de los bonos que el gobierno emitió para financiar su déficit son adquiridos por residentes del exterior, es posible suponer que las presiones que este tipo de financiamiento ejercía sobre la tasa de interés en el caso de una economía cerrada disminuirán, en la medida en que el sector público ya no compite con el sector privado interno por el uso de los recursos, pues parte de esos recursos provienen del exterior. En este caso, sin embargo, hay que considerar también que el financiamiento a través de deuda da lugar al pago de intereses que, en el caso de una economía cerrada, quedaban finalmente en manos de residentes; si suponemos ahora que una parte de la deuda está en manos de no residentes, debemos también suponer que en el futuro esta situación dará lugar a que egresen del país recursos financieros en un

mestic Financial Policies Under Fixed and Flexible Exchange Rates", *IMF Staff Papers*, noviembre de 1962.

<sup>39</sup> Véase Mordechal E. Kreinin y Lawrence H. Officer, "The Monetary Approach to the Balance of Payments: A Survey", *Princeton Studies in International Finance*, núm. 43, Princeton, New Jersey, noviembre de 1978.

<sup>40</sup> Tanzi y Blejer, "Los Desequilibrios Fiscales...", *op .cit.*

monto igual al servicio de la deuda. De este modo, los recursos provenientes del exterior que en un momento dado ingresaron a la economía, en un segundo periodo estarán regresando a su país de origen: si el saldo neto es positivo o negativo para el deudor dependerá de la tasa de interés real pagada y del tiempo que transcurra entre la contratación de la deuda y el momento en que se finiquite. Esto vale tanto para el endeudamiento vía bonos como para el que se realiza en forma directa.

### CONCLUSIONES

En las páginas anteriores se han expuesto algunos de los puntos centrales del debate en torno al impacto macroeconómico del déficit público y sus fuentes alternativas de financiamiento. Tal vez la conclusión más importante que podemos obtener de esta exposición de ideas es que en la actualidad no podemos pretender dar explicaciones monocausales a los problemas económicos, pues éstos han adquirido un carácter sumamente complejo, en el que se ponen de manifiesto de una manera cada vez más evidente las interrelaciones que existen en la economía, tanto en lo que se refiere a la interdependencia entre las variables macroeconómicas como a las respuestas de los agentes ante los cambios que se verifican en las anteriores.

Por lo que respecta concretamente al déficit público, se ha visto que su impacto sobre el contexto macroeconómico responde en esencia a la evolución de ciertas variables que resultan clave al respecto, tales como el origen del déficit, su carácter transitorio o permanente, si las restricciones de la economía son de oferta o de demanda, y el tipo de financiamiento del déficit, es decir, si éste se realiza mediante deuda o monetización. De estos cuatro aspectos, el que resulta tal vez más relevante es el tipo de financiamiento.

Al señalar las contribuciones teóricas más relevantes respecto al impacto macroeconómico del tipo de financiamiento del déficit, se sugirió que la falta de consenso al respecto incita a pensar en que en la actualidad no existe un impacto unidireccional, sino que los efectos dependerán de la interrelación que se establezca entre un amplio conjunto de variables económicas, tales como la tasa de interés, la tasa de crecimiento de la economía, la tasa de inflación, la relación deuda/ingreso nacional y la magnitud del balance primario, y entre éstas y el ambiente sociopolítico y el grado de confianza que se tenga en el manejo de la política económica, en estos dos últimos casos a través de la formación de expectativas por parte de los agentes económicos.

Lo que sí puede afirmarse sin lugar a dudas es que al momento de diseñar la política económica, un aspecto que no puede dejar de considerarse en su justa magnitud es el problema relacionado con la sostenibilidad del déficit en el largo plazo. Esto tiene que ver desde luego con la incapacidad de financiar déficit primarios por medio de deuda pública durante periodos prolongados, pues el pago de intereses implícito en esta forma de financiamiento tenderá a generar en algún momento del tiempo un problema de auto-perpetuación de los déficit.

Existe, además, la posibilidad de generar círculos viciosos. En efecto, puede darse el caso de que una vez que se han alcanzado niveles de deuda peligrosos en términos de su sostenibilidad, la necesidad de seguir financiándolos induzca a las autoridades respectivas a aumentar las tasas de interés reales con el fin de seguir haciendo atractiva la compra de títulos de la deuda; en este caso, el interés estaría imponiendo un "piso" a la inflación y, además, se estaría generando un monto adicional de intereses a pagar que repercutirían en un mayor déficit, dando lugar a un círculo vicioso entre deuda-tipo de interés-mayor déficit-mayor deuda.

En este sentido, el manejo financiero de los déficit debe ser tal que se garantice su sostenibilidad en el tiempo; en caso de que esto no sea así, la política financiera del gobierno deberá orientarse a la obtención de superávit primarios o, en su defecto, el financiamiento deberá provenir de la monetización, a pesar del riesgo implícito de provocar y/o acelerar el proceso inflacionario.

En suma, no se puede seguir actuando sobre la premisa de que el déficit público y su financiamiento son problemas técnicos que deben ser resueltos a partir de la toma de decisiones en materia de ingreso/gasto y los consiguientes requerimientos financieros del sector público; hoy, ante las situaciones de severos endeudamientos públicos en la gran mayoría de los países, deben tal vez considerarse primero las posibles fuentes de ingresos y, después, tomar las decisiones de gasto. En otro caso, los efectos desestabilizadores de la deuda pondrán en peligro no solamente a las finanzas públicas, sino al contexto macroeconómico en general.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aghevli, Bijan B. y Mohsin S. Khan, "Government Deficits and the Inflationary Process in Developing Countries". *IMF Staff Papers*, vol. 25, septiembre 1978.
- Aschauer, David A., "Fiscal Policy and Aggregate Demand". *American Economic Review*, vol. 75, marzo 1985.

- Bacha, Edmar L., *El Milagro y la Crisis. Economía Brasileña y Latinoamericana*. Ensayos núm. 57. Fondo de Cultura Económica, 1986.
- Barro, Robert J., "Are Government Bonds Net Wealth?". *Journal of Political Economy*, noviembre-diciembre 1974.
- Blanchard, Olivier J., "Debt, Deficits, and Finite Horizons". *Journal of Political Economy*, vol. 93, núm. 2, 1985.
- Blinder, Alan S., "On the Monetization of Deficits". Laurence Meyer, *The Economic Consequences of Government Deficits*, Kluwer-Nijhoff Pub., 1983.
- Cagan, Phillip, "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", Milton Friedman, *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, 1956.
- Cohen, Darrel y J. Stuart McMenamin, "The Role of Fiscal Policy in a Financially Disaggregated Macroeconomic Model". *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 10, núm. 3, agosto 1978.
- Darby, Michael R., "Some Pleasant Monetarist Arithmetic". *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, primavera 1984.
- Dornbusch, Rudiger y Stanley Fisher, *Macroeconomics*. McGraw Hill, 1987.
- Eisner, R. y P. Pieper, "A New View of the Federal Debt and Budget Deficits". *American Economic Review*, vol. 74, núm. 1, marzo 1984.
- Evans, Paul, "Do Large Deficits Produce High Interest Rates?". *American Economic Review*, vol. 7, marzo 1985.
- Feldstein, Martin, "Government Deficits and Aggregate Demand". *Journal of Monetary Economics* 9, 1982.
- Fleming, J. M., "Domestic Financial Policies Under Fixed and Flexible Exchange Rates". *IMF Staff Papers*, noviembre 1962.
- Frenkel, Jacob, "The Forward Exchange Rate, Expectations, and the Demand for Money: the German Hyperinflation". *American Economic Review*, vol. 67, núm. 4, septiembre 1977.
- Friedman, Benjamin, "Crowding Out or Crowding In? Economic Consequences of Financing Government Deficits". *Brookings Papers on Economic Activity*. The Brookings Institution, Washington, D.C., 1978.
- Friedman, Milton, "The Quantity Theory of Money. A Restatement". M. Friedman, *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, 1956.
- International Monetary Fund. Research Department. *Theoretical Aspects of the Design of Fund-Supported Adjustment Programs*. IMF Occasional Paper 55, Washington, D.C., septiembre 1987.
- Jacobs, Rodney L., "Hyperinflation and the Supply of Money". *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 9, núm. 2, mayo 1977.
- Kormendi, Roger, "Government Debt, Government Spending and Private Sector Behavior". *American Economic Review*, vol. 73, núm. 5, diciembre 1983.

- Krelnim, Mordechal E. y Lawrence H. Officer, "The Monetary Approach to the Balance of Payments: A Survey". *Princeton Studies in International Finance*, núm. 43, Princeton, New Jersey, noviembre 1978.
- Laidler, David, "Inflation in Britain: A Monetarist Perspective". *American Economic Review*, vol. 66, núm. 4, septiembre 1976.
- Lovell, Michael C., "Seasonal Adjustment of Economic Time Series and Multiple Regression Analysis". *American Statistical Association Journal*, diciembre 1963.
- Miller, Preston J., "Higher Deficit Policies Lead to Higher Inflation". *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, invierno 1983.
- Miller, Preston J. y Thomas J. Sargent, "Some Pleasant Monetarist Arithmetic. A Reply to Darby". *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, primavera 1984.
- Mundell, Robert, "Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates". *Canadian Journal of Economics*, noviembre 1963.
- Pyle, David H. y Stephen J. Turnovsky, "The Dynamics of Government Policy in an Inflationary Economy". *Journal of Money, Credit and Banking* 8, noviembre 1976.
- Sargent, Thomas J. y Neil Wallace, "Rational Expectations and the Dynamics of Hyperinflation". *International Economic Review*, vol. 14, junio 1973.
- , "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic". *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, otoño 1981.
- Sheffrin, Stephen M., "Long-run Effects of Government Deficits". *Portfolio: International Economic Perspectives*, vol. II, issue 4.
- Tanzi, Vito, "Inflation, Lags in Collection and the Real Value of Tax Revenue". *IMF Staff Papers*, vol. 24, núm. 1, marzo 1977.
- , "Inflation, Real Tax Revenue, and the Case for Inflationary Finance: Theory with an Application to Argentina". *IMF Staff Papers*, vol. 25, núm. 3, septiembre 1978.
- Tanzi, Vito y Mario I. Blejer, "Los Desequilibrios Fiscales y el Desequilibrio de la Balanza de Pagos en los Programas de Ajuste del FMI". Documento preparado para discusión interna en el IMF, Fiscal Affairs Department (mimeo).
- Tanzi, Vito, Mario I. Blejer y Mario O. Teijeiro, "The Effects of Inflation on the Measurement of Fiscal Deficits". Mario Blejer y Ke-Young-Chu, *Measurement of Fiscal Impact. Methodological Issues*. IMF. Occasional Paper 59, junio 1988.
- Teijeiro, Mario y Enzo Croce. *Conceptual Issues Regarding the Interpretation of Public Deficits in Mexico*. (Mimeo).
- Víñals, José. *El Déficit Público y sus Efectos Macroeconómicos: Algunas Consideraciones*. Banco de España, Documento de Trabajo No. 8504.