

La macroeconomía de la deuda pública y la experiencia reciente de Argentina

Fabián Amico

CAC – CNE

Mayo de 2019

1. “El ahorro es la base de la fortuna”

1. Objetivo:

Δ ahorro \rightarrow Δ Inversión \rightarrow Δ Producto y empleo (crecimiento)

2. Implicación macroeconómica:

Como *Ahorro = Ingreso – consumo*

Entonces, para aumentar el ahorro hay que disminuir el consumo.

Luego, el aumento del ahorro lleva al aumento de la inversión.

Hay una relación *negativa* entre consumo e inversión.

Ahorro e inversión

- Como la demanda agregada (gastos totales) es igual a la suma del CONSUMO e INVERSIÓN, y el ahorro se define como ingreso menos consumo ($Y - C$), tenemos que:

$$C + I = C + S$$

$$I = S$$

- Por lo tanto, siempre tenemos que, en el agregado, la inversión y el ahorro son iguales.

Ahorro macroeconómico y ahorro individual

- Supongamos un sistema económico con dos agentes:

$$A_1 = Y_1 - C_1$$

$$A_2 = Y_2 - C_2$$

- El agente 1 puede aumentar su ahorro (A_1) reduciendo su consumo (C_1), pero este consumo es parte del ingreso del agente 2 (Y_2).
- Ergo, el aumento del ahorro de 1 se compensa con la disminución del ahorro de 2. El ahorro TOTAL (o agregado) ***no cambia***.
- En una economía monetaria, como el ingreso total es determinado por el gasto total (demanda), ninguna reducción del consumo de cualquier agente aumenta el ahorro agregado.
- Cualquier caída de la inversión reduce el ahorro agregado.

2. Ahorro público y privado

- Los resultados anteriores se extienden a una economía con gobierno:

$$Y = C + I + G \quad (\text{el ingreso } Y \text{ es igual a la demanda agregada})$$

$$Y = C + S + T \quad (\text{usos de la renta nacional o ingreso}).$$

- Igualando las expresiones anteriores:

$$C + I + G = C + S + T$$

$$(S - I) = (G - T) \quad [1]$$

- El superávit del sector privado es idéntico al déficit público.

El Estado es como una familia?

Algunas diferencias:

- Una familia **no emite dinero** y una empresa no puede fijar la **tasa de interés** que paga por ninguna de sus deudas.
- Pese a los esfuerzos por hacer que el Estado se parezca a una familia (por caso, prohibiendo que se financie con "emisión"), es imposible que se parezcan: separación BC del Tesoro.
- Una familia nunca influirá sobre sus ingresos aumentando o bajando sus gastos. El gobierno sí.
- Una familia "austera" puede controlar el resultado de sus gastos e ingresos; el gobierno no. Los ingresos del gobierno no son independientes de sus gastos.
- El gobierno puede decidir cuánto gastar, pero no puede decidir cuánto "ganar" (recaudar) porque eso depende también de decisiones del sector privado .

- "Si a General Motors o a las familias individuales se les exigiera equilibrar sus presupuestos del mismo modo como se le exige al gobierno, no existirían deudas empresariales ni hipotecas ni préstamos bancarios, y habría muy pocos automóviles, teléfonos y viviendas" (William Vickrey, Premio Nobel de Economía, 1996).
- Las deudas son parte integrante de la economía moderna.
- Pero... hay que elegir con cuidado en qué moneda nos endeudamos.

Finanzas funcionales y el dinero como “criatura del Estado”

- Cómo aumentar el gasto público en la recesión si la recaudación (asociada muy cercanamente con el nivel de producto) se derrumbaba con la contracción de la economía y el superávit fiscal –si existía- tendía a esfumarse...
- Abba Lerner: el impacto de la política fiscal sería beneficioso en el nivel de producción y empleo independientemente de si aumenta o disminuye la deuda pública.
- Lerner consideraba que las políticas deben ser juzgadas únicamente por su capacidad para lograr los objetivos planteados y no en base a cualquier noción de lo que se supone es “sano” o si cumple con los dogmas de la economía tradicional. Es decir, deben juzgarse en base a ***cómo tal política “funciona” en la economía en su conjunto, más allá de cuál sea el resultado fiscal.***

Finanzas funcionales, impuestos y deuda

- Las finanzas funcionales son posibles por el hecho de que “el dinero es una criatura del Estado” (Lerner, 1947).
- El estado tiene el poder de fijar los impuestos y decir en qué moneda aceptará su pago. De este modo, el sector público genera la demanda para el dinero fiduciario que emite.
- Así, la fijación de tributos no es una operación estrictamente de “financiamiento” del gasto, (ya que el dinero es “una criatura del Estado”), sino que ***es un modo de retirar poder de compra, y así manejar el nivel de liquidez global*** de la economía.
- Análogamente, la emisión de bonos de deuda del gobierno ***no*** es una operación de financiamiento. En rigor, el propósito básico de la venta de bonos públicos es ***regular la tasa de interés básica***.

Paradoja: Déficits fiscales, 1952-2004

Balance del gobierno (% del pib)	1952-73	1974-79	1980-90	1991-5	1996-2000	2001-04
USA	-0,8	-1,5	-3,5	-4,5	0,0	-3,2
Europa (Eurozona en los 90)	0,2	-3,3	-4,3	-2,2	-2,1	-2,3
Japón	1,0	-3,4	-1,1	-1,7	-5,8	-7,3
OECD	-0,2	-2,5	-3,3	-4,3	-1,3	-2,8

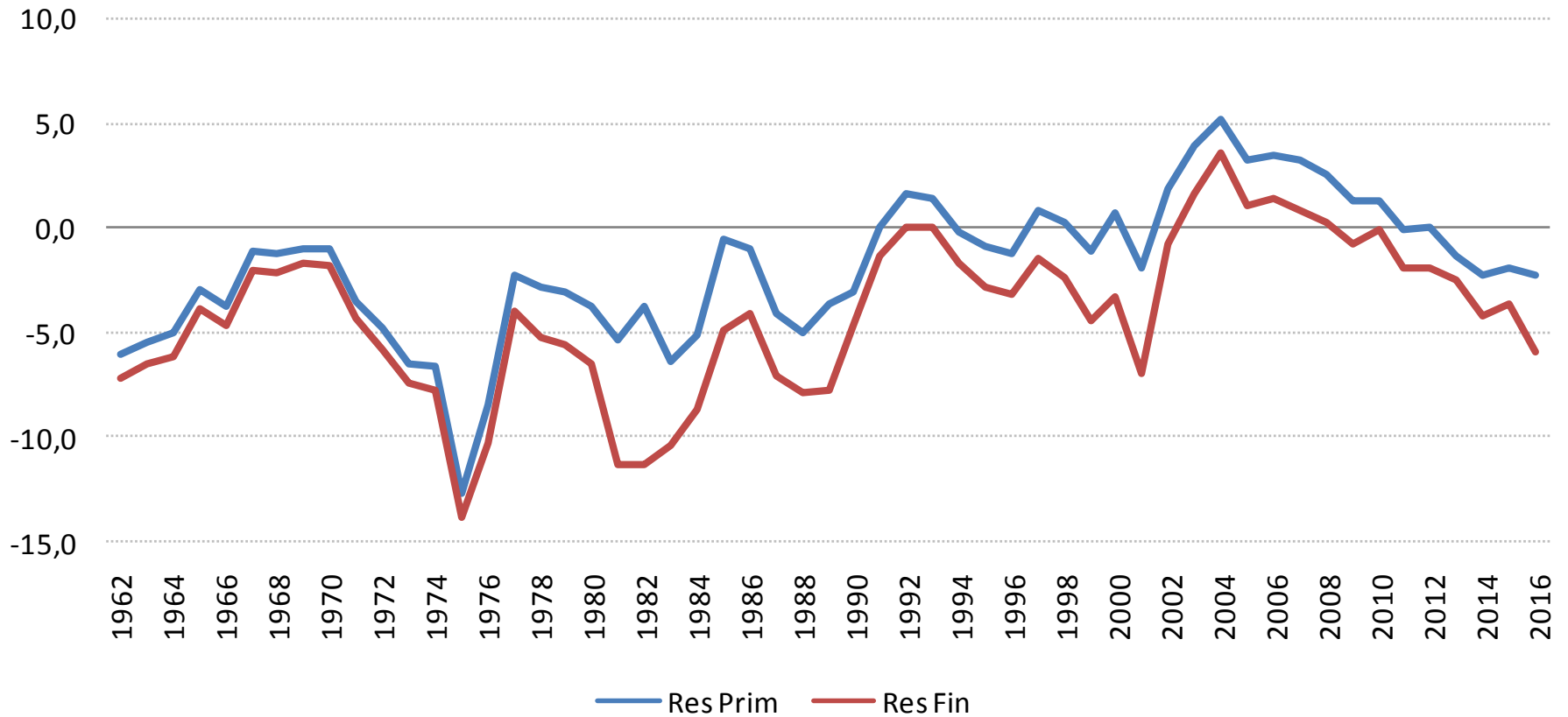
Fuente: Glyn (2006, p.33-34)

General government deficit as a percentage of GDP

	Year						Year and a Quarter			
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	3Q 2015	4Q. 2015	1Q 2016	2Q 2016
EU	-6.4	-4.6	-4.3	-3.3	-3.0	-2.4	-1.7	-1.5	-3.0	-0.9
Eurozone	-6.2	-4.2	-3.6	-3.0	-2.6	-2.1	-2.0	-2.4	-2.3	-1.4
Belgium	-4.0	-4.1	-4.2	-3.0	-3.1	-2.5	-6.0	3.9	-9.9	-0.4
Bulgaria	-3.1	-2.0	-0.3	-0.4	-5.5	-1.7	-1.8	-8.5	3.0	4.4
Czech Republic	-4.4	-2.7	-3.9	-1.2	-1.9	-0.6	0.8	-2.6	-0.8	1.8
Denmark	-2.7	-2.1	-3.5	-1.1	1.5	-1.7	-1.3	-0.6	-2.9	-0.4
Germany	-4.2	-1.0	0.0	-0.2	0.3	0.7	0.6	0.2	0.3	2.1
Estonia	0.2	1.2	-0.3	-0.2	0.7	0.1	2.1	0.1	-1.1	1.9
Ireland	-32.1	-12.6	-8.0	-5.7	-3.7	-1.9	-1.4	-2.3	-2.3	0.3
Greece	-11.2	-10.3	-8.8	-13.2	-3.6	-7.5	-1.8	-15.4	-3.6	0.4
Spain	-9.4	-9.6	-10.5	-7.0	-6.0	-5.1	-0.6	-7.9	-3.1	-9.1
France	-6.8	-5.1	-4.8	-4.0	-4.0	-3.5	-4.2	0.5	-6.7	-2.2
Croatia	-6.2	-7.8	-5.3	-5.3	-5.4	-3.3	0.2	-2.9	-4.3	1.6
Italy	-4.2	-3.7	-2.9	-2.7	-3.0	-2.6	-2.0	-2.5	-4.6	-0.2
Cyprus	-4.7	-5.7	-5.8	-4.9	-8.8	-1.1	2.9	-6.8	3.6	-4.3
Latvia	-8.5	-3.4	-0.8	-0.9	-1.6	-1.3	0.2	-6.7	2.7	2.0
Lithuania	-6.9	-8.9	-3.1	-2.6	-0.7	-0.2	1.9	-2.3	-2.2	3.9
Luxembourg	-0.7	0.5	0.3	1.0	1.5	1.6	0.0	1.1	0.6	4.6
Hungary	-4.5	-5.5	-2.3	-2.6	-2.1	-1.6	-1.5	-1.1	-0.8	-0.7
Malta	-3.2	-2.5	-3.6	-2.6	-2.1	-1.4	-0.9	4.4	-2.9	0.5
Netherlands	-5.0	-4.3	-3.9	-2.4	-2.3	-1.9	-3.6	0.8	0.5	-1.3
Austria	-4.5	-2.6	-2.2	-1.4	-2.7	-1.0	-0.6	0.8	-3.3	-1.5
Poland	-7.3	-4.8	-3.7	-4.1	-3.4	-2.6	-1.4	-5.2	1.2	-1.2
Portugal	-11.2	-7.4	-5.7	-4.8	-7.2	-4.4	-1.1	-7.2	-3.0	-2.5
Romania	-6.9	-5.4	-3.7	-2.1	-0.8	-0.8	0.4	-3.9	-2.5	-2.3
Slovenia	-5.6	-6.7	-4.1	-15.0	-5.0	-2.7	-1.9	-1.8	-3.4	0.5
Slovakia	-7.5	-4.3	-4.3	-2.7	-2.7	-2.7	-1.6	-4.4	-2.0	-1.7
Finland	-2.6	-1.0	-2.2	-2.6	-3.2	-2.8	-2.1	-8.4	-1.2	2.6
Sweden	-0.1	-0.2	-1.0	-1.4	-1.6	0.2	0.6	-2.5	0.5	2.7
United Kingdom	-9.6	-7.6	-8.3	-5.7	-5.7	-4.3	-4.6	-5.6	-0.4	-5.0

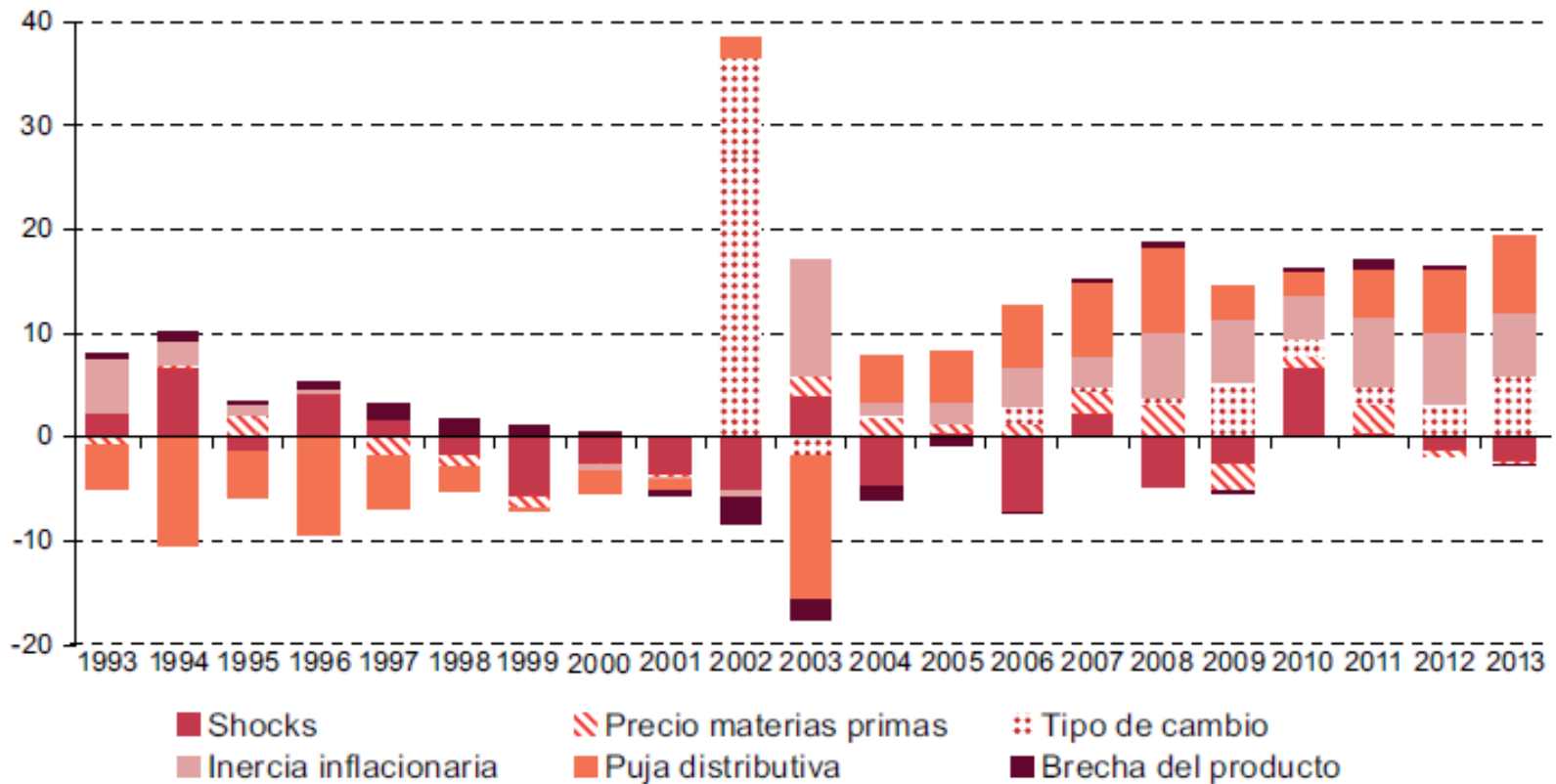
Source: Eurostat

Déficit fiscal, 1961-2016 (% del PIB)



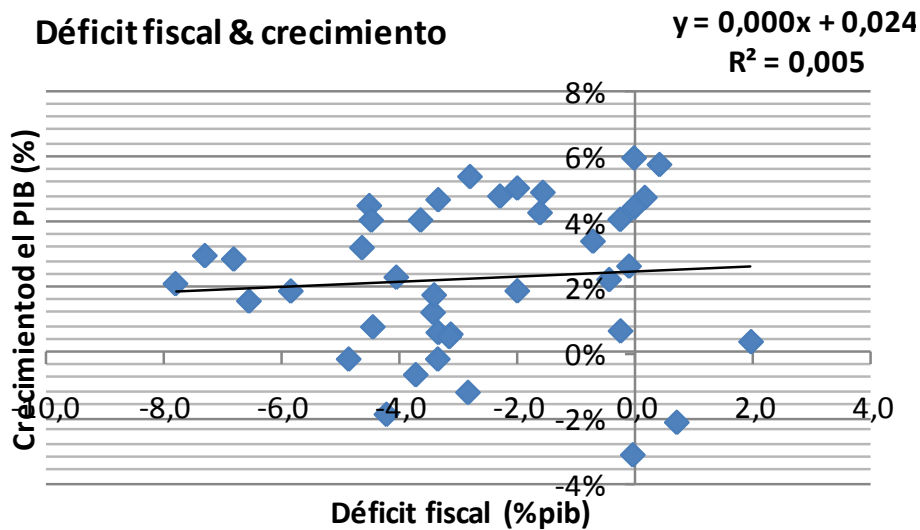
- El déficit del gobierno en Argentina en más de 40 años...

Argentina: determinantes de la inflación, 1993-2013

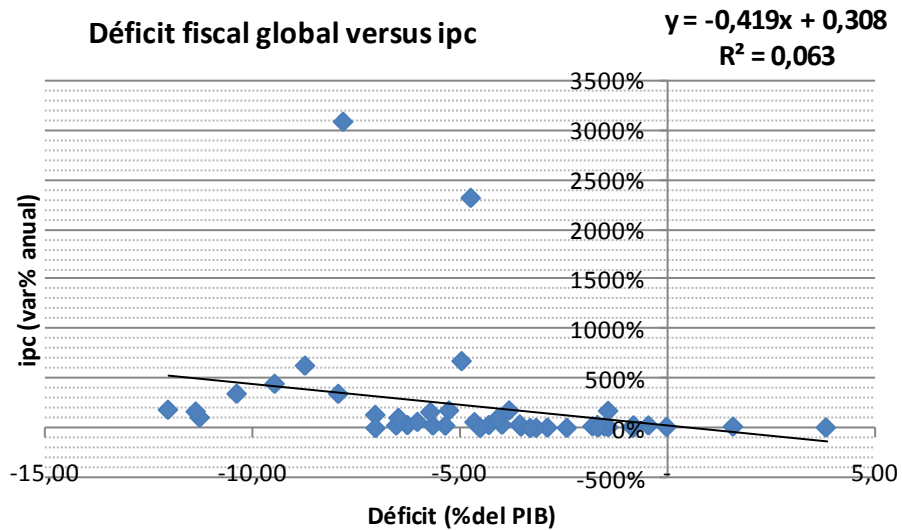


- Una diferencia crucial de la inflación (con relación a los sistemas de metas que lograron controlar la inflación y mantenerla en niveles bajos), es el papel central de la puja distributiva.
- La inflación no es fundamentalmente inercial y no tiene relación con los “excesos de demanda”.
- El TCN afecta crecientemente a la inflación a partir de 2009.

Déficit fiscal & crecimiento



Déficit fiscal global versus ipc



Déficit fiscal e inflación: La macroeconomía de Cambiemos

Financiamiento del déficit primario: {

- * **Deuda**
- * **“Monetización”**
(directa o indirecta)
- * **Suba de impuestos**

- “Monetización” (hipótesis) → Δ inflación
- Suba de impuestos → “imposible” (nivel “asfixiante”).

Único camino → más deuda pública (interna o externa).

- El aumento de la deuda pública em moneda **doméstica** lleva al crowding out:

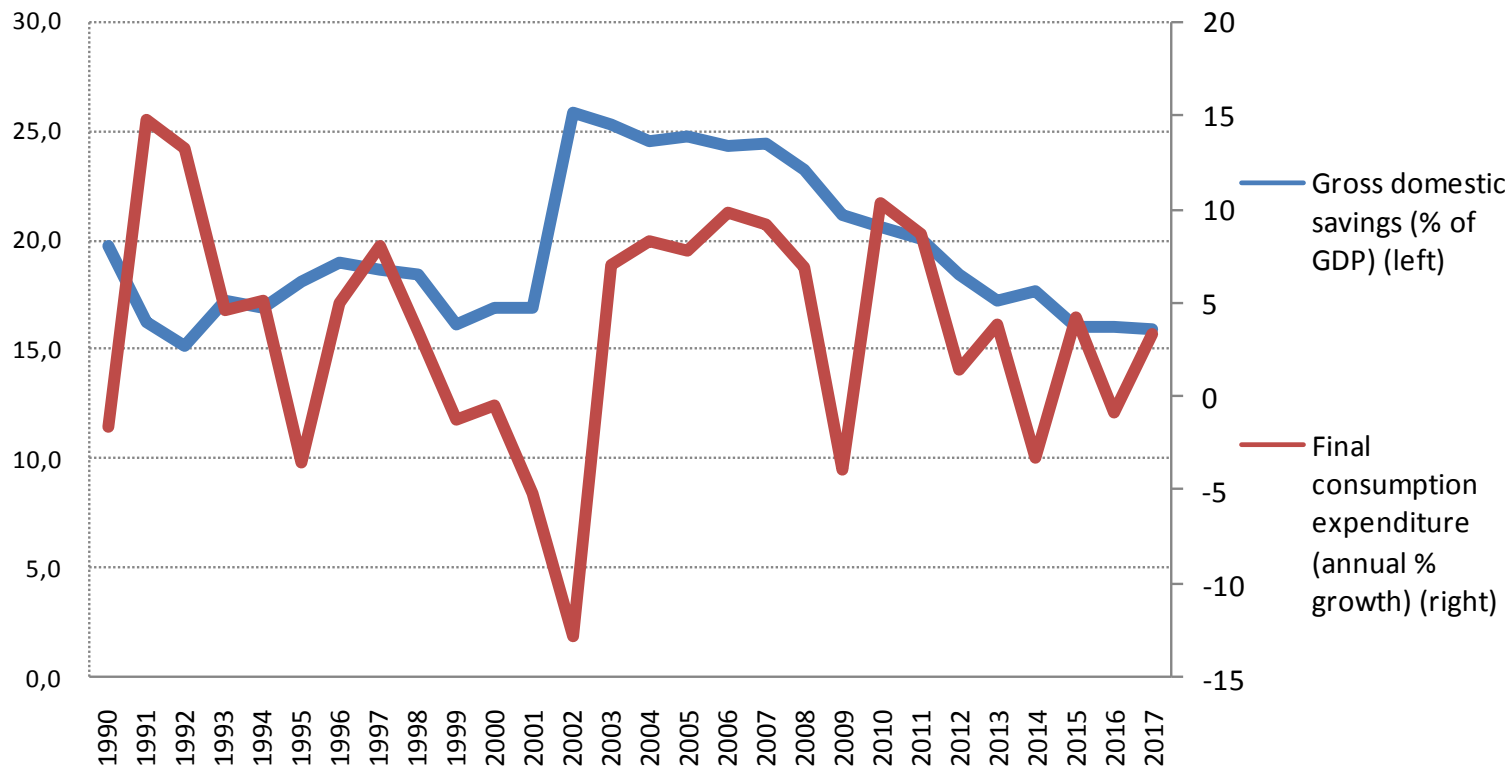
↑ Deuda pública en pesos → ↑ Tasa de interés → ↓ Inversión privada

El crowding out en una economía abierta

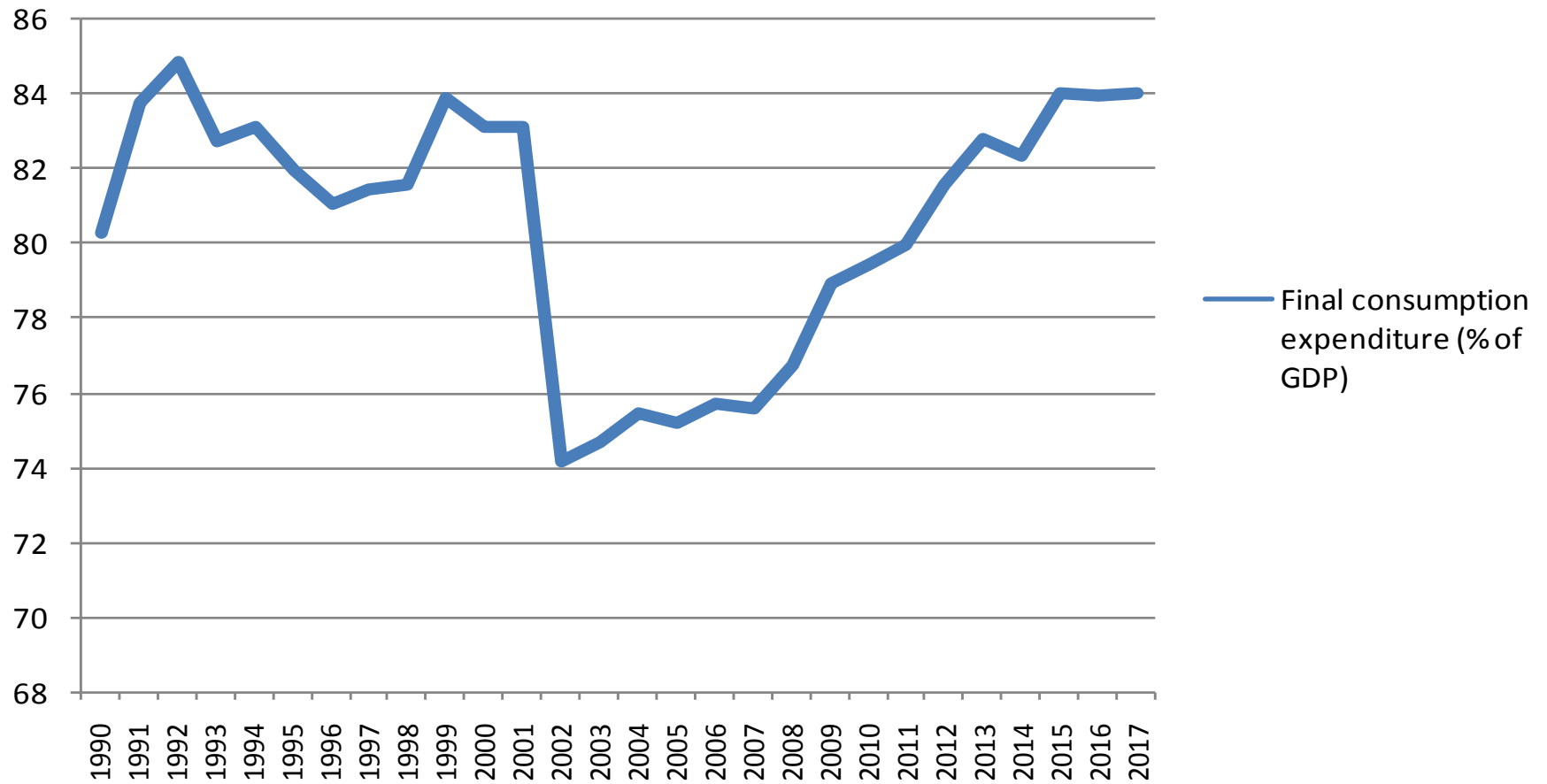
Desplazamiento de las exportaciones netas (expo menos impo): dos mecanismos:

1. \uparrow Deuda p \acute{u} b interna \rightarrow \uparrow tasa de int \rightarrow \uparrow Flujo neto de K \rightarrow \downarrow TCR \rightarrow \downarrow Expo netas
2. \uparrow “Monetizaci3n” \rightarrow \uparrow Inflaci3n \rightarrow \downarrow TCR \rightarrow \downarrow Expo netas

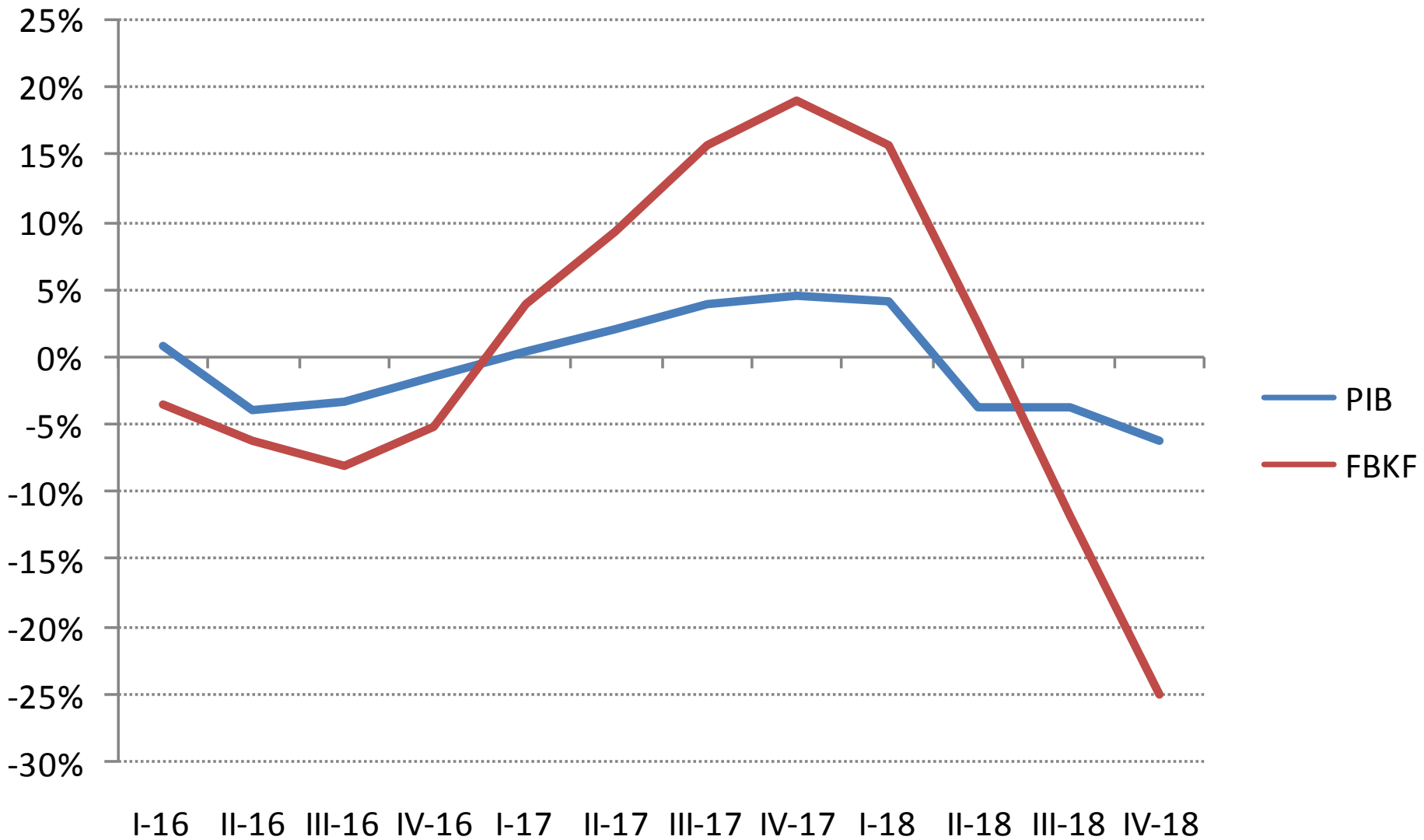
Conclusi3n: el gobierno debe acumular deuda en moneda extranjera para financiar el d3ficit fiscal.



- El gobierno (y muchos consultores afines) sugerían privilegiar la inversión y las exportaciones en lugar del consumo. Se trataba de ***aumentar el ahorro*** como base del crecimiento sostenido.
- Sin embargo, la tasa de ahorro en el lapso 2003-2008 fue “una de las más altas de los últimos treinta años ” (Fanelli) cuando el consumo real crecía a tasas muy elevadas.
- Hacia **2016 la tasa de ahorro cae abruptamente** mientras se reduce drásticamente el crecimiento del consumo.



- Como derivación forzosa, ***el consumo aumenta su peso sobre el PIB*** (lo contrario de lo buscado por el gobierno!).



- La inversión disminuía 25% i.a. al final de 2018...

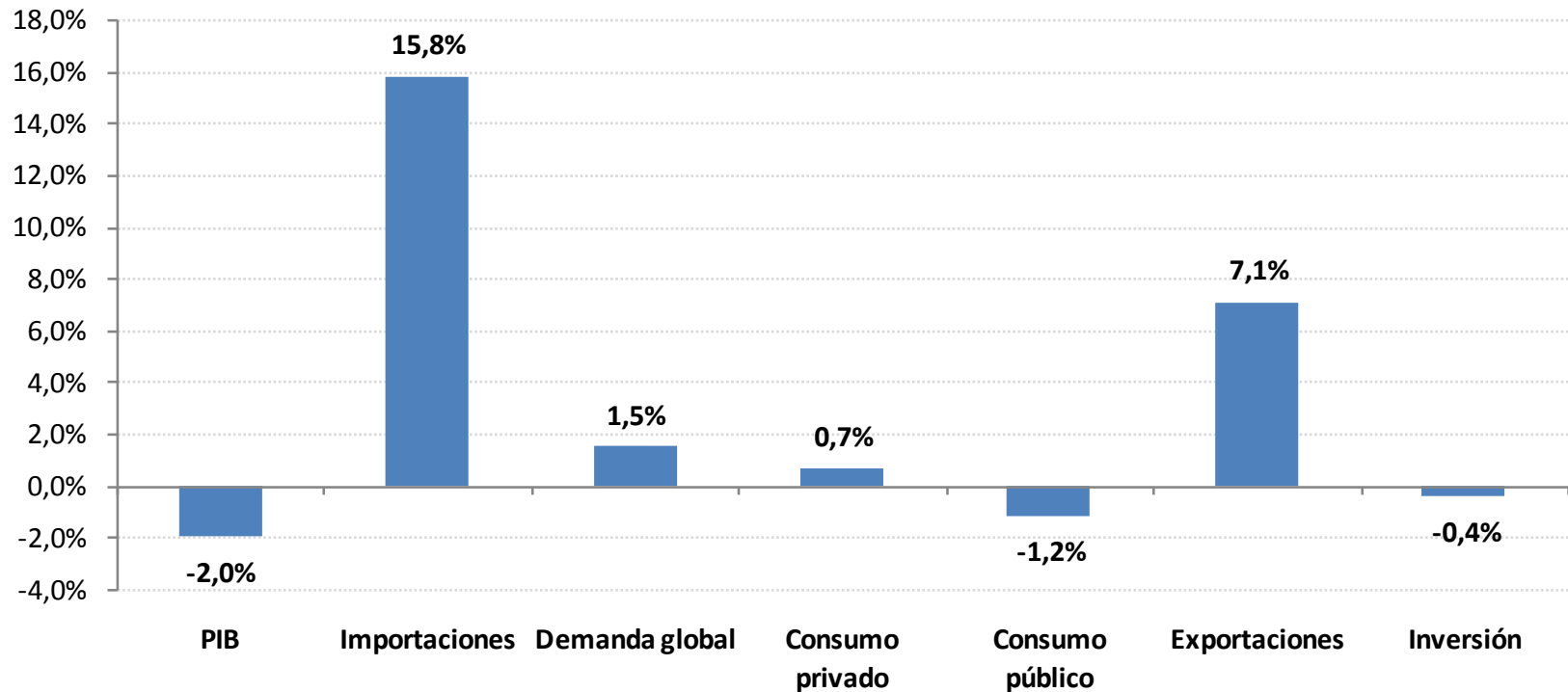
Determinantes de la inversión productiva privada en Argentina

(algunas estimaciones econométricas)

Variable dependent	Methodology	Results	Observations	Source
<i>Private investment</i> (1)	OLS (1980-1995)	Se estima una función de inversión basada en un modelo de acelerador flexible (utilizando alternativamente el PIB y la demanda interna). El modelo describió bien el comportamiento de la inversión agregada durante todo el período	Con ambas variables (PIB y demanda interna) se obtienen buenos resultados pero ligeramente mejores con la demanda interna.	Frenkel, Fanelli & Bonvecchi (1997)
<i>Private investment</i> (2)	OLS (1950-2000)	"El comportamiento de la inversión privada habría sido procíclico, principalmente asociado con variaciones en la demanda agregada, similar al mecanismo acelerador".	Las variables proxy del costo de inversión (tasas de interés nominales y reales) no son significativa en el largo plazo. Tampoco es el volumen de crédito. El llamado "estado de confianza" no reveló ninguna correlación definida con la inversión. Las políticas para promover la inversión nacional y extranjera (incluyendo el crédito) habrían alterado la composición y calidad de la inversión privada, pero no su volumen agregado.	Coremberg, Marotte, Rubini & Tisocco (2006)

- Implicación : la inversión privada productiva ***no puede ser considerada autónoma, como una alternativa al consumo***, sino que es ***consecuencia*** del consumo y otras fuentes de demanda final como las exportaciones y el gasto público.
- Consumo e inversión están ***positivamente*** asociados.

Componentes de la demanda agregada y PIB (var% 2018/2015)



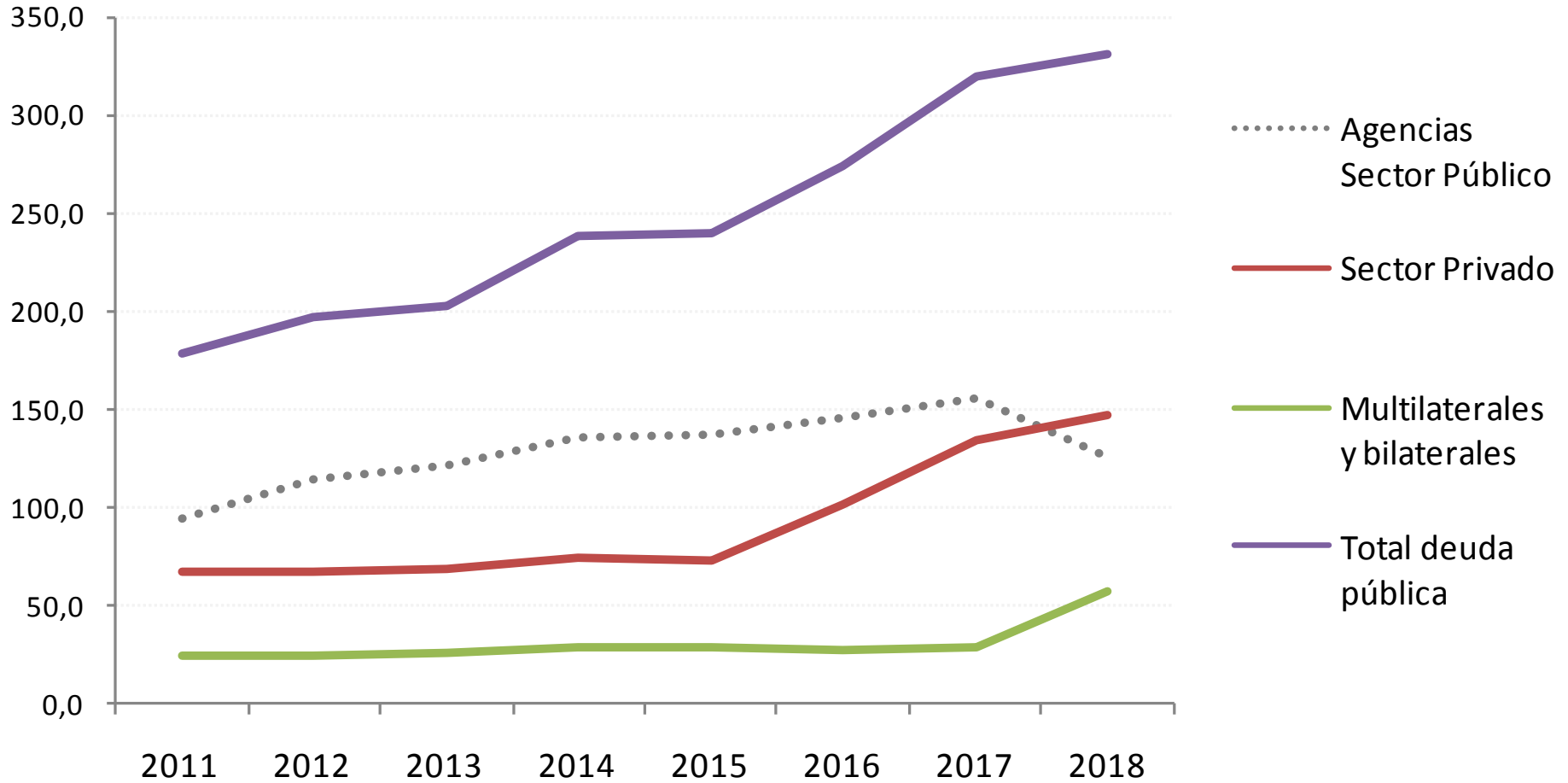
Nótese:

- 1. El PIB es menor al de 2015, pero el coeficiente de de importaciones pasó de 24,4 a 28,9 en el mismo lapso, mientras el TCR (prom mensual) era 40% más alto en dic2018 que en dic2015.
- 2. Tanto la inversión como el consumo permanecieron estancados.
- 3. Es un proceso de estancamiento “liderado por exportaciones” (única variable que crece).
- 4. la deuda externa con privados se multiplicó por dos.

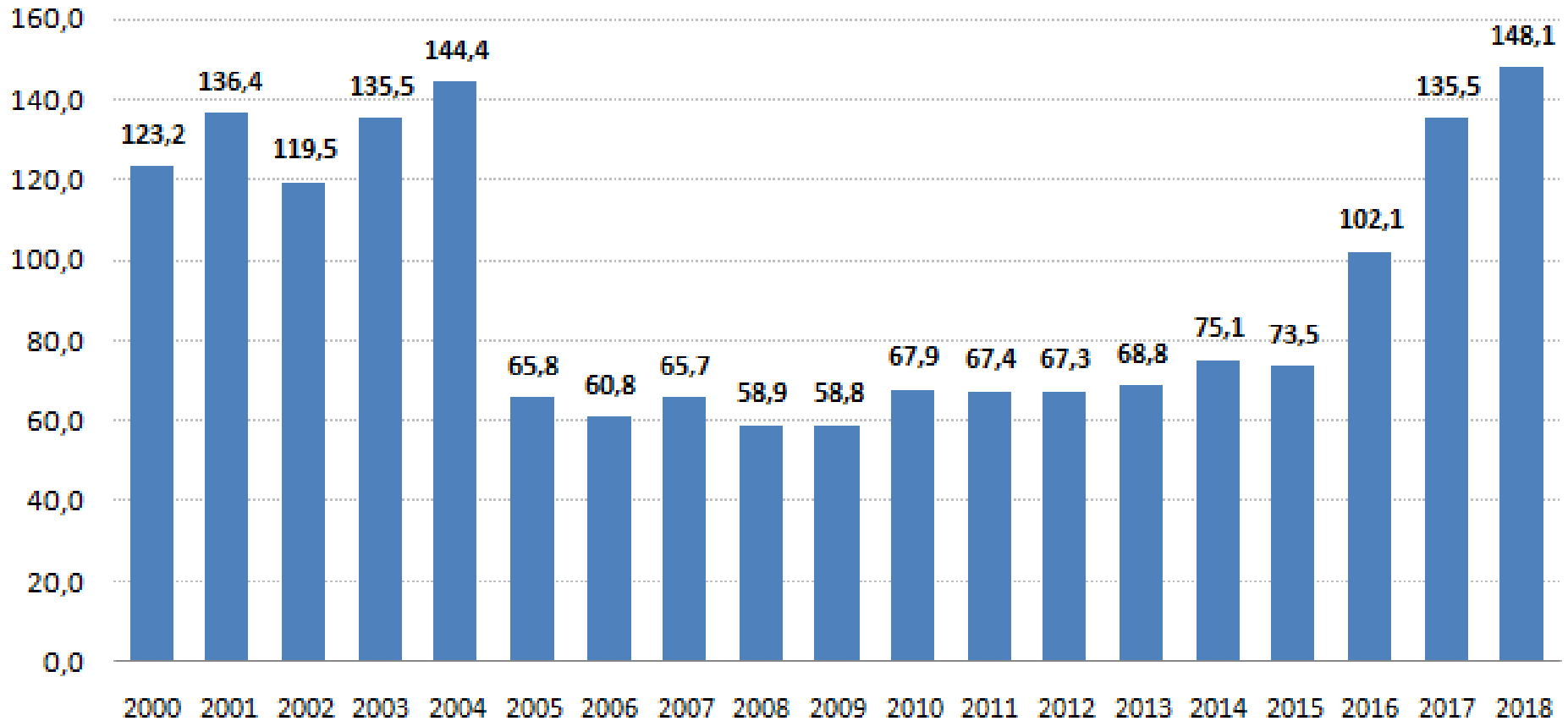
Deuda / PIB

- Deuda pública / PIB: es un indicador razonable?
- Puede quebrar un país en una deuda denominada en su propia moneda?
- Deuda con residentes y no residentes.
- Deuda con no residentes en moneda doméstica.
- Deuda pública en moneda extranjera, exportaciones y reservas.

Deuda pública externa total (en miles de millones de u\$s)

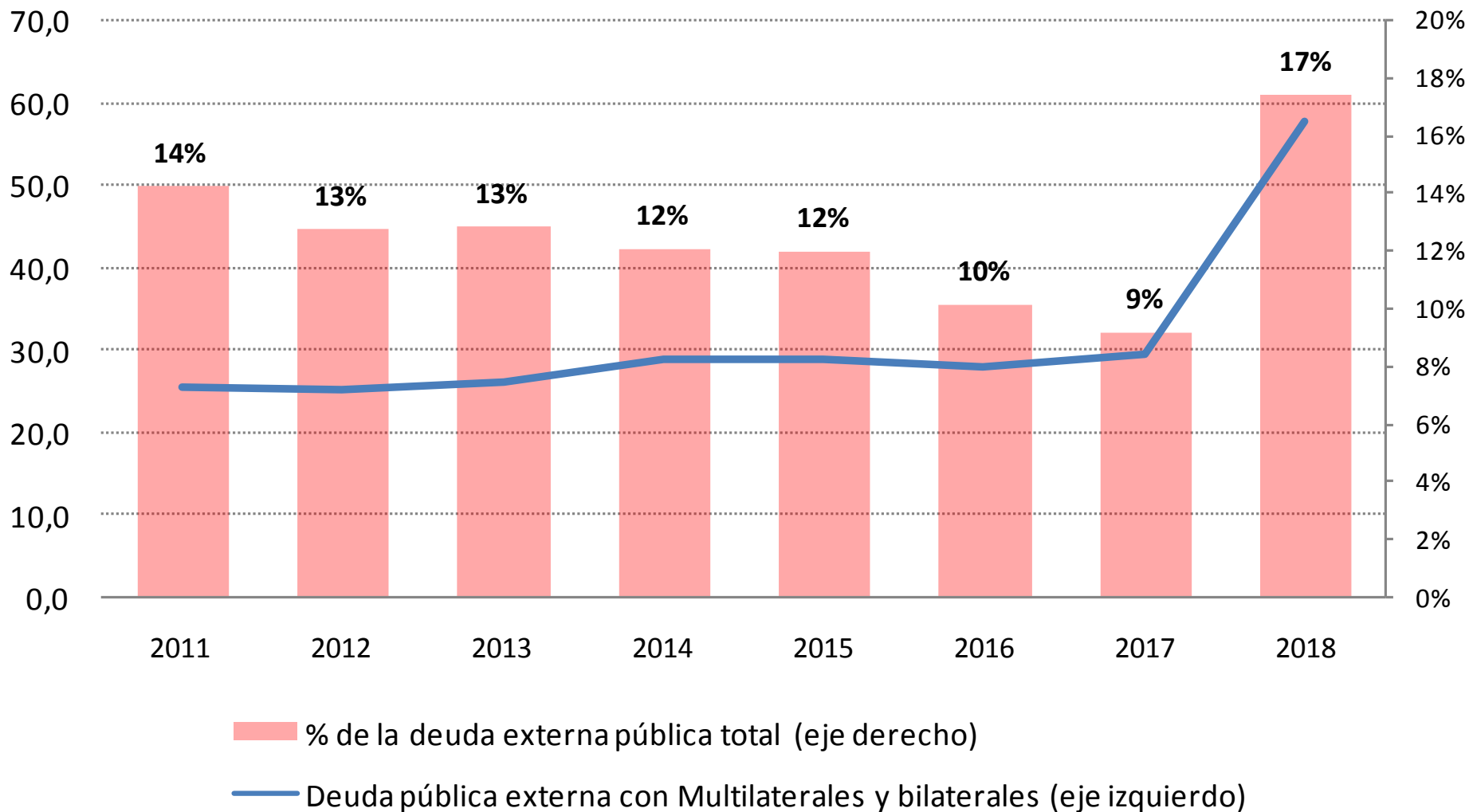


Deuda pública externa con terceros (en miles de millones de u\$s)

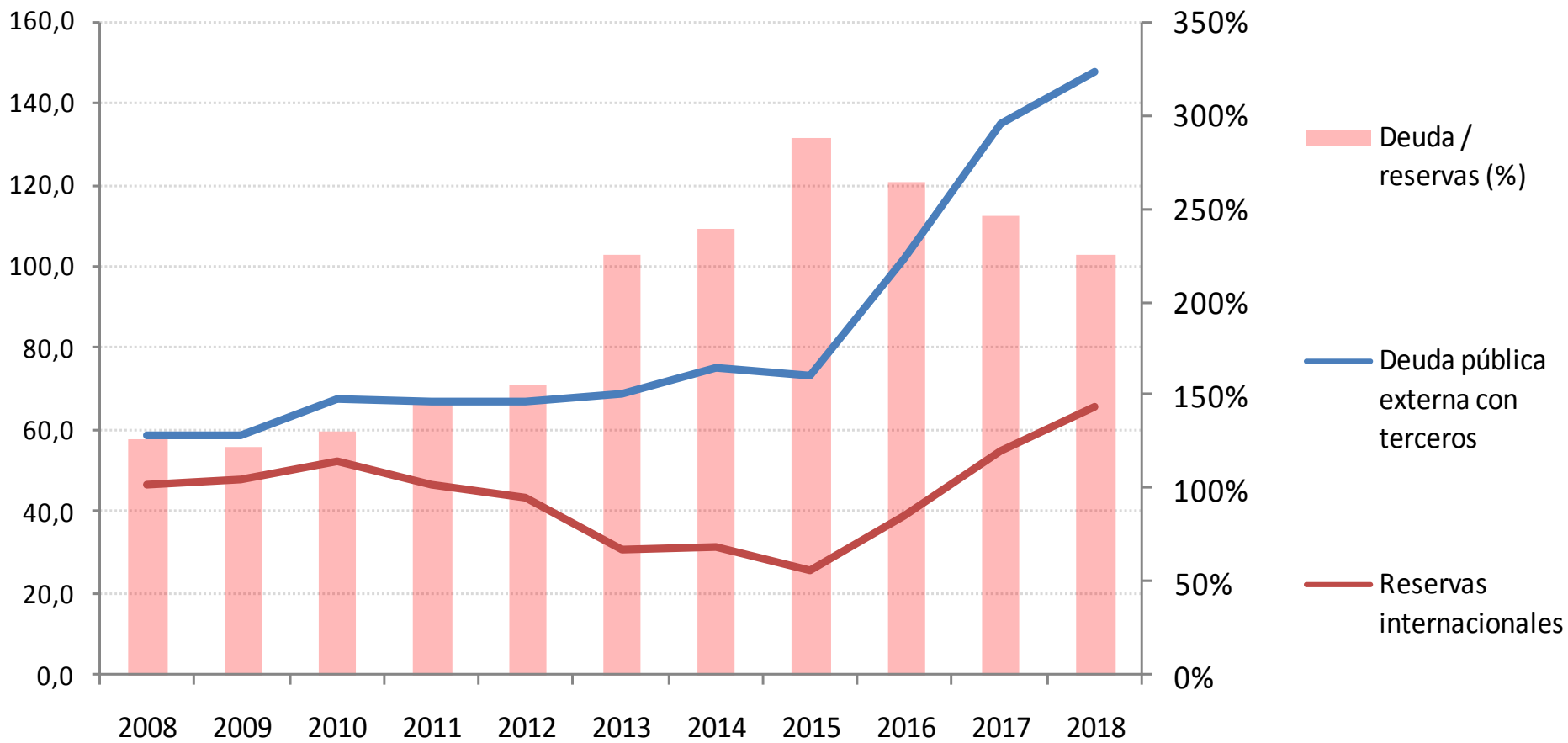


- La deuda externa relevante es la deuda con privados...

Deuda externa con organismos (en miles de millones de u\$s y % de la deuda total)

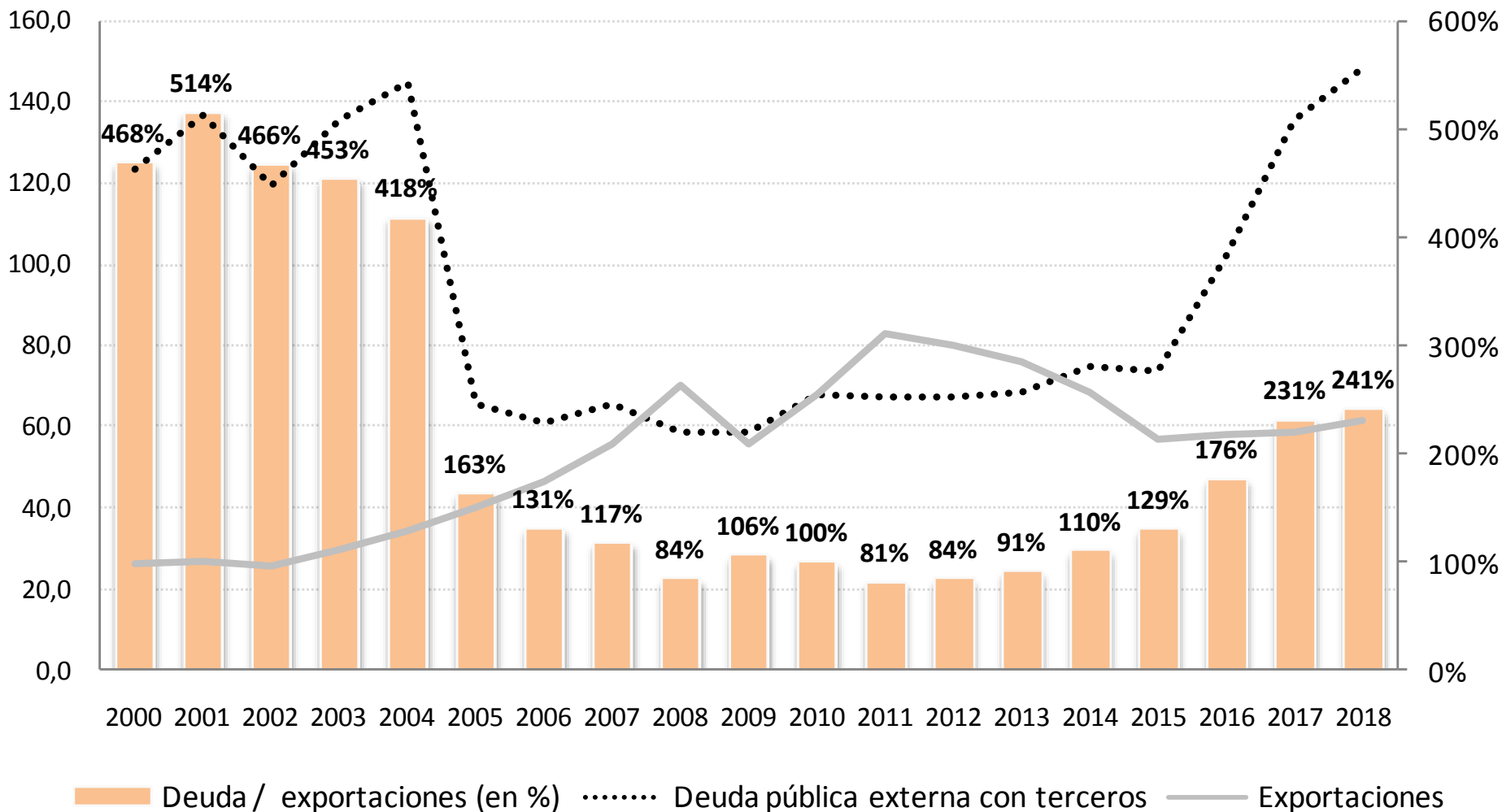


- Nota: no incluye el último préstamo del FMI.



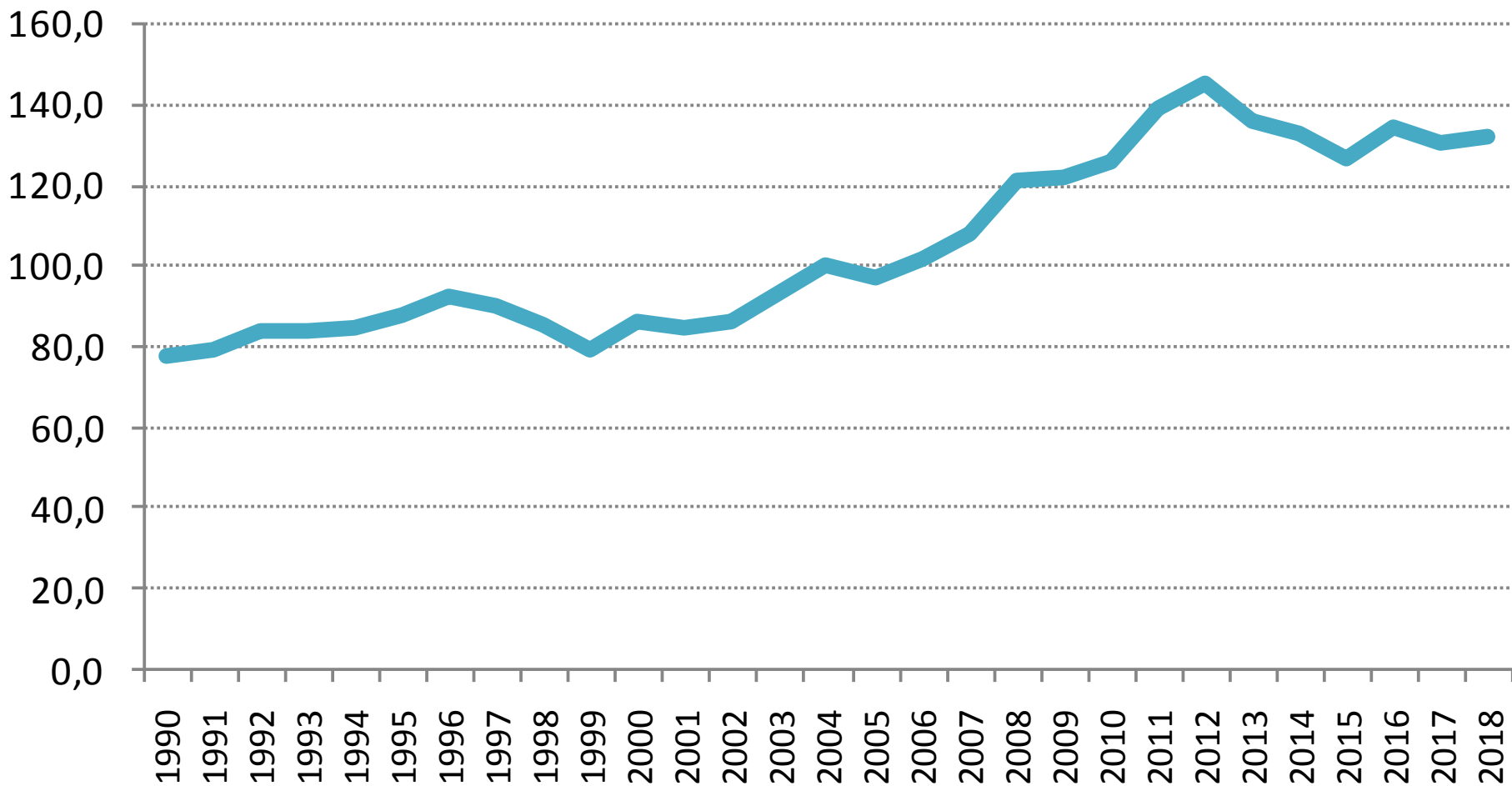
- El ratio deuda con terceros / reservas cae por el aumento de la deuda con organismos.

Deuda externa y exportaciones (en miles de millones de u\$s)



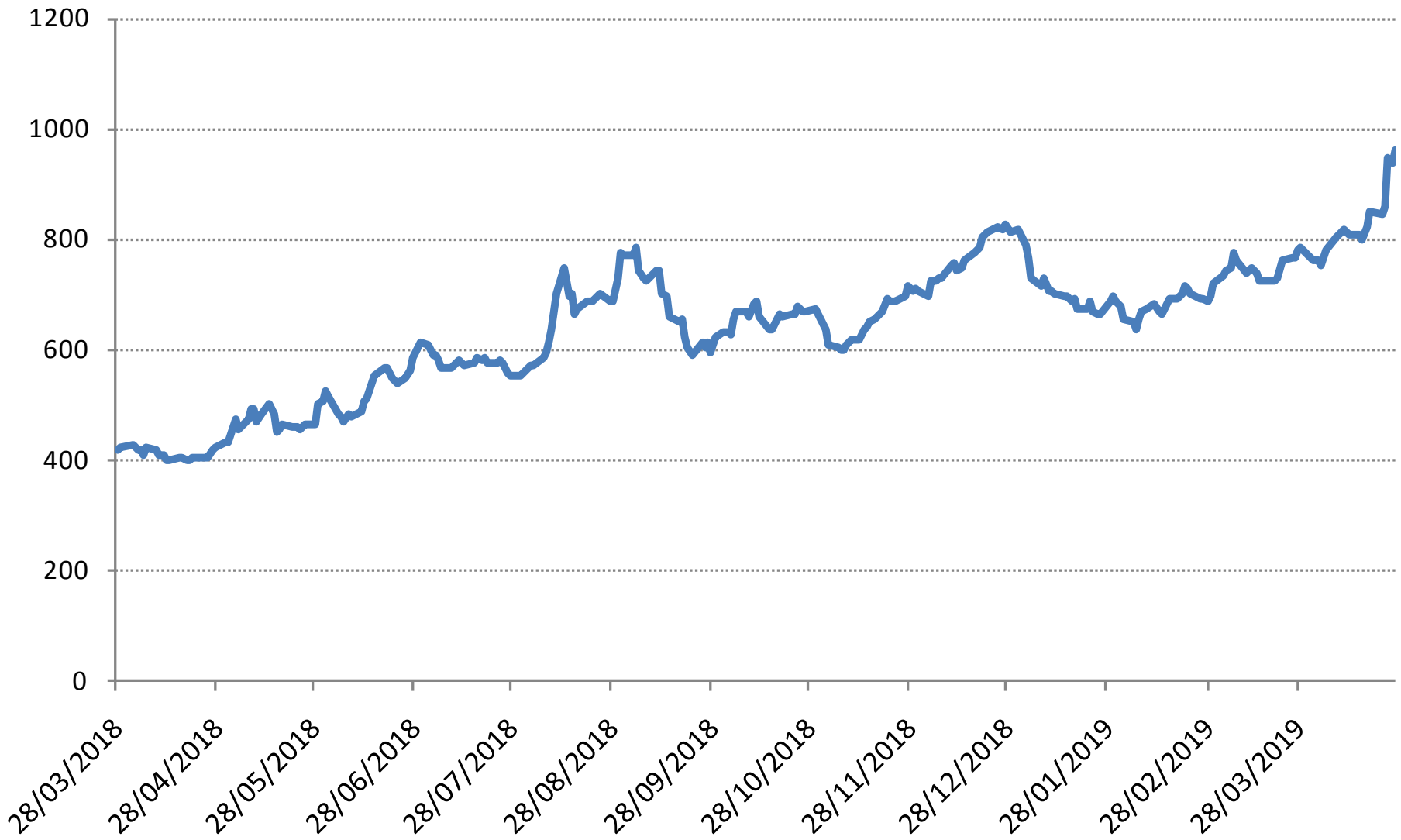
- Desde 2015 hay aumento pronunciado de la deuda con estancamiento tendencial de las exportaciones....

Indice de Términos del Intercambio (base 2004 = 100)



- Los Tdi son 52% más altos que en 2002...

ARGENTINA - Riesgo País (Embi+ elaborado por JP Morgan)



Observaciones finales

- Deuda/PIB indica que si el PIB aumenta (“trabajamos más”) la deuda es más sustentable.
- Pero la deuda en moneda extranjera tiene la ***implicancia opuesta***: hay que crecer menos para “liberar” (ahorrar) dólares para pagar la deuda.
- El endeudamiento público en dólares es dinamicamente ***insustentable***.
- **Reestructuración de los bonos privados**: hay hipótesis en el mercado que incluyen quitas de capital de hasta 60% sobre los flujos futuros traídos a valor presente, pero sin modificar los plazos y las tasas de interés originales.
- La deuda con el FMI puede “reestructurarse”, pero involucra el condicionamiento creciente de la política económica...
- Cualquier posibilidad de estabilización empieza por “solucionar” el tema endeudamiento y estabilizar el tipo de cambio nominal.

Muchas gracias!

Vito Tanzi & Ludger Schuknecht, "Public Spending in the 20th Century_ A Global Perspective "(2000)

Table I.1. *Growth of General Government Expenditure, 1870–1996 (Percent of GDP)*

	Late 19th Century about 1870 ^a	Pre World War I 1913	Post World War I 1920	Pre World War II 1937	Post World War II			
					1960	1980	1990	1996
<i>General government for all years</i>								
Australia	18.3	16.5	19.3	14.8	21.2	34.1	34.9	35.9
Austria	10.5	17.0	14.7 ^b	20.6	35.7	48.1	38.6	51.6
Canada	...	...	16.7	25.0	28.6	38.8	46.0	44.7
France ^c	12.6	17.0	27.6	29.0	34.6	46.1	49.8	55.0
Germany	10.0	14.8	25.0	34.1	32.4	47.9	45.1	49.1
Italy	13.7	17.1	30.1	31.1	30.1	42.1	53.4	52.7
Ireland ^d	...	...	18.8	25.5	28.0	48.9	41.2	42.0
Japan	8.8	8.3	14.8	25.4	17.5	32.0	31.3	35.9
New Zealand ^e	...	...	24.6	25.3	26.9	38.1	41.3	34.7
Norway ^f	5.9	9.3	16.0	11.8	29.9	43.8	54.9	49.2
Sweden ^g	5.7 ^b	10.4	10.9	16.5	31.0	60.1	59.1	64.2
Switzerland	16.5	14.0	17.0	24.1	17.2	32.8	33.5	39.4
United Kingdom	9.4	12.7	26.2	30.0	32.2	43.0	39.9	43.0
United States	7.3	7.5	12.1	19.7	27.0	31.4	32.8	32.4
Average	10.8	13.1	19.6	23.8	28.0	41.9	43.0	45.0
<i>Central government for 1870–1937, general government thereafter</i>								
Belgium	...	13.8	22.1	21.8	30.3	57.8	54.3	52.9
Netherlands	9.1	9.0	13.5	19.0	33.7	55.8	54.1	49.3
Spain	...	11.0	8.3	13.2	18.8	32.2	42.0	43.7
Average	9.1	11.3	14.6	18.0	27.6	48.6	50.1	48.6
Total average	10.7	12.7	18.7	22.8	27.9	43.1	44.8	45.6

Sources: Compiled by Tanzi and Schuknecht based on Fernández Acha (1976); Andic and Veverka (1964); Australia, Bureau of Census and Statistics (1938); Institut National de la Statistique [Belgium] (1952); Brosio and Marchese (1986); United States Bureau of Census (1975); Butlin (1984); Norway, Statistisk Sentralbyrå (1969, 1978); Delorme and André (1983); Flora, Kraus, and Pfenning (1983); IMF, *Statistical Appendix*, New Zealand; IMF, *Switzerland: Recent Economic Developments* (1996); *Historical Statistics of Japan* (1987); Mitchell, *International Historical Statistics* (various years); Neck and Schneider (1988); The Netherlands, Centraal Bureau voor de Statistiek (1956); New Zealand Official (1938); OECD, *Economic Outlook* (1996, 1997); Italy, Istituto Nazionale di Statistica (1951); *Österreichisches Statistisches Zentralamt* (1935).

^a Or closest year available for all columns. Pre-World War II data sometimes on the basis of GNP or NNP instead of GDP.

