

# La sustentabilidad de los déficits Fiscales

Ariel Grignafini  
Licenciado en Economía  
[ariel.grignafini@db.com](mailto:ariel.grignafini@db.com)

"Los conceptos, datos y opiniones vertidas en los artículos, son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no reflejan necesariamente la opinión de la Bolsa de Comercio de Rosario, deslindando la institución toda responsabilidad derivada de la exactitud de la información allí contenida. Queda prohibida la reproducción total o parcial de los artículos sin autorización de sus autores".

## Abstract

Al igual que cualquier otro agente económico, el Estado toma decisiones respecto de cuanto gastar y cuanto invertir de acuerdo a los ingresos de que dispone. Sus objetivos son prestar los servicios públicos esenciales cuando no exista interesados para hacerlo en el ámbito privado y promover la estabilidad de precios y el crecimiento económico mediante una efectiva gestión de la política fiscal, monetaria, cambiaria, arancelaria, etc. Si bien no existe un consenso definitivo entre los especialistas acerca de cual debe ser el grado óptimo de intervención del Estado en la economía, nadie duda de que el sector público debe llevar a cabo sus tareas tratando de generar la menor cantidad de distorsiones posibles en la economía. En este sentido, es fundamental que el Estado, al igual que todos las empresas e individuos que componen el sistema económico, tenga en cuenta los ingresos de que dispone (y las consecuencias que cada fuente de ingreso genera en la economía) al momento de tomar sus decisiones de gasto e inversión.

La condición de solvencia requiere que el total de gasto público más el pago de intereses sobre el endeudamiento del gobierno no supere a la recaudación impositiva o, en otras palabras, que el superávit primario no sea menor que el monto de intereses a pagar por periodo de tiempo. Si se cumple esta condición, el Estado no incurre en endeudamiento adicional para financiar sus gastos y por lo tanto el stock de deuda actual se estabiliza. Si el Estado incurre en forma persistente en altos déficits fiscales y eleva permanentemente su nivel de endeudamiento, crece la incertidumbre acerca de si podrá afrontar el pago de los compromisos contraídos en el futuro sin tener que devaluar su moneda.

La financiación de gasto corriente con mayor endeudamiento es una solución de corto plazo dado que traslada la carga del impuesto a las generaciones futuras. El endeudamiento solo debe generarse cuando los fondos puedan ser invertidos en actividades productivas que

generen en el futuro los recursos suficientes para pagar la deuda y dejen un beneficio neto positivo que eleve el bienestar de la sociedad.

## La sustentabilidad de los déficits fiscales<sup>1</sup>

Al igual que cualquier otro agente económico, el Estado toma decisiones respecto de cuanto gastar y cuanto invertir de acuerdo a los ingresos de que dispone. Sus objetivos son prestar los servicios públicos esenciales cuando no exista interesados para hacerlo en el ámbito privado y promover la estabilidad de precios y el crecimiento económico mediante una efectiva gestión de la política fiscal, monetaria, cambiaria, arancelaria, etc. Si bien no existe un consenso definitivo entre los especialistas acerca de cual debe ser el grado óptimo de intervención del Estado en la economía, nadie duda de que el sector público debe llevar a cabo sus tareas tratando de generar la menor cantidad de distorsiones posibles en la economía. En este sentido, es fundamental que el Estado, al igual que todos las empresas e individuos que componen el sistema económico, tenga en cuenta los ingresos de que dispone (y las consecuencias que cada fuente de ingreso genera en la economía) al momento de tomar sus decisiones de gasto e inversión.

Los gobernantes responsables de la administración del Estado deben asegurar la solvencia del mismo restringiendo el gasto intertemporal a un nivel tal que pueda ser financiado con los recursos de que dispone. Esta condición es esencial para lograr la confianza de los inversores nacionales e internacionales los cuales, a través de sus decisiones en materia de producción e inversión, determinan el crecimiento y el nivel de empleo de la economía.

Concretamente, la solvencia intertemporal del Estado requiere que el nivel de endeudamiento actual sea igual al valor actual de todos los superávits fiscales futuros. Es decir que el Estado puede endeudarse en el presente para consumir más pero, para no entrar en cesación de pagos, debe generar en el futuro una corriente de ingresos netos (de gastos) positivos para afrontar el pago de su deuda. Simbólicamente, la condición de solvencia deriva de la siguiente fórmula que representa la restricción presupuestaria del Estado:

$$t - g = sp$$

$$sp - rd - rd^* = dfc = \Delta d + \Delta d^*$$

donde los símbolos representan lo siguiente<sup>2</sup>:

- t*: recaudación impositiva
- g*: gasto publico
- sp*: superávit primario
- r*: tasa real de interés<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> El presente artículo esta inspirado en el siguiente informe: "Análisis Económico de Coyuntura". Sidersa, Rosario. Marzo del 2000.

<sup>2</sup> Todas estas variables están expresadas como porcentaje del Producto Bruto Interno (PBI).

$d$ : stock de deuda publica interna  
 $d^*$ : stock de deuda publica externa  
 $dfc$ : déficit fiscal consolidado  
 $Dd \setminus Dd^*$ : incremento en el endeudamiento interno\externo.

La condición de solvencia requiere por lo tanto lo siguiente:

$$g + rd + rd^* = t$$

es decir que el total de gasto público más el pago de intereses sobre el endeudamiento del gobierno no supere a la recaudación impositiva o, en otras palabras, que el superávit primario no sea menor que el monto de intereses a pagar por periodo de tiempo. Si se cumple esta condición, el Estado no incurre en endeudamiento adicional para financiar sus gastos<sup>4</sup> y por lo tanto el stock de deuda actual se estabiliza<sup>5</sup>. Si el Estado gasta hoy más de lo que recauda, incurre en una deuda con prestamistas internos o externos que financian su exceso de gasto pero en el futuro deberá reducir el gasto público o incrementar la presión impositiva para poder afrontar el pago de los intereses y del principal de la deuda que contrae en el presente.

El cumplimiento de esta restricción de solvencia intertemporal es uno de los elementos que más entran en consideración por parte de los inversores internacionales a la hora de prestarle al Estado o de renovarle las deudas ya contraídas. Cuando el Estado se endeuda en el presente para financiar un mayor gasto, lo hace porque la tasa de interés que paga por dichos préstamos es menor que su tasa de preferencia intertemporal de consumo. Los prestamistas, por otra parte, invierten en bonos públicos por el alto retorno que los mismos ofrecen (principalmente en las economías subdesarrolladas) y además por el compromiso que el Estado asume de pagar sus deudas en el futuro. Es decir que el sector público puede incrementar su gasto actual a costa de un menor gasto futuro (o mayores impuestos) tomando fondos prestados en el presente y devolviéndolos en el futuro pero siempre que cumpla su restricción presupuestaria intertemporal<sup>6</sup>.

Si el Estado incurre en forma persistente en altos déficits fiscales y eleva permanentemente su nivel de endeudamiento, crece la incertidumbre acerca de si podrá afrontar el pago de los compromisos contraídos en el futuro sin tener que devaluar su moneda. En otras palabras, si el stock de deuda alcanza valores demasiado altos, crece la desconfianza en torno a si el flujo futuro de fondos será lo suficientemente alto como para pagar la deuda que se esta contrayendo. Esta mayor incertidumbre eleva el costo del endeudamiento para el sector público y el privado perjudicando a la actividad económica desde dos puntos de vista:

---

<sup>3</sup> Suponemos para simplificar que la tasa interna es igual a la internacional.

<sup>4</sup> En este ejemplo no tenemos en cuenta para simplificar la tasa de crecimiento de la economía y consideramos a la recaudación impositiva como una cantidad dada en cada momento.

<sup>5</sup> Luego, con una tasa de interés positiva, el stock de deuda actualizado converge a cero a medida que transcurre el tiempo.

<sup>6</sup> Este accionar por parte del sector público se conoce en la literatura como *tax-smoothing*.

- a) reduce el ingreso disponible del sector privado, dado que el Estado en algún momento tendrá que elevar los impuestos para poder pagar los intereses de la deuda y el principal en el futuro,
- b) impacta en la actividad económica, dado que las mayores tasas de interés reducen los beneficios netos de la inversión en actividades productivas y elevan el costo del crédito, impactando a su vez sobre la tasa de crecimiento de la economía y sobre la creación de empleos.

En definitiva, una administración adecuada de las cuentas públicas es un elemento fundamental para poder lograr un crecimiento sostenido en el producto y en el nivel de empleo. La financiación de gasto corriente con mayor endeudamiento es una solución de corto plazo dado que traslada la carga del impuesto a las generaciones futuras. El endeudamiento solo debe generarse cuando los fondos puedan ser invertidos en actividades productivas que generen en el futuro los recursos suficientes para pagar la deuda y dejen un beneficio neto positivo que eleve el bienestar de la sociedad. Igualmente, no debe perderse de vista la restricción de solvencia intertemporal planteada anteriormente, dado que si la misma no se cumple, debe reducirse el gasto corriente y de capital para evitar que el exceso de gasto público termine impactando sobre la actividad privada.