



El indispensable escenario para la contratación de deuda pública interna

Recibido: 18/09/2023
Aceptado: 21/09/2023
Publicado: 02/10/2023

Carlos Enrique Calderón-Monroy

Licenciado en Administración de Empresas (UFM), maestro en administración de negocios (Claremont Graduate University, EEUU), doctor en ciencias económicas (USAC). Catedrático universitario. Investigador económico.

Correo: carecal84@gmail.com

Resumen

El dinero puede crearse tanto en el ámbito privado (los bancos comerciales) como en el ámbito público (el Estado a través de su banquero, el banco central). El Estado crea dinero cada vez que se presenta un déficit fiscal (el gasto público ejecutado es mayor al cobro de impuestos). Una nación en vías de desarrollo cuyo gobierno emite y administra su propia moneda puede financiar el déficit fiscal de dos formas: emitiendo títulos de deuda denominados en la moneda que emite y administra (deuda interna) o contratando deuda en moneda extranjera (deuda externa). Este artículo presenta dos argumentos: i) la emisión de títulos de deuda en la moneda que una nación emite y administra no representa deuda, representa en realidad creación de dinero; ii) un alto nivel de deuda externa puede desestabilizar una economía si se presenta una devaluación de la moneda local. El artículo concluye que para una nación que emite su propia moneda, la contratación de deuda interna presenta ventajas sobre la deuda externa. Pero para que esas ventajas se materialicen debe crearse con anticipación el escenario macroeconómico adecuado.

Palabras clave

Creación de dinero, déficit fiscal, deuda interna, deuda externa, estabilidad macroeconómica.

Abstract

Money can be created in the private sphere (commercial banks) and in the public sphere (the State, through its banker, the central bank). Whenever there is a fiscal deficit (government spending is greater than taxes collected) the State creates money. A developing nation whose government issues and manages its own currency can finance the fiscal deficit in two ways: by issuing debt securities denominated in the currency it issues and manages (domestic debt) or by taking debt in a foreign currency (external debt). This article presents two arguments: i) the issuance of debt securities in the currency that a nation issues and administers does not represent debt, it actually represents money creation; ii) a high level of external debt can destabilize an economy if there is a devaluation of the local currency. The article concludes that for a nation that issues its own currency, taking domestic debt has advantages over external debt. But for those advantages to materialize, the right macroeconomic structure must be created in advance.

Keywords

Money creation, fiscal deficit, domestic debt, external debt, macroeconomic stability

Introducción

Los gobiernos de países en vías de desarrollo que emiten y administran su propia moneda enfrentan cada año un dilema fundamental al momento de diseñar su presupuesto de operaciones: ¿Cómo se debe financiar un déficit presupuestario? ¿Debe ser a través de deuda interna o deuda externa? ¿Existe acaso una combinación óptima de estos dos? El análisis macroeconómico moderno indica que cada uno de estos tipos de deuda difieren significativamente, tanto en sus características como en las consecuencias que pueden tener en el desenvolvimiento de la economía de una nación.

Ahora que se discute el presupuesto de la nación para 2024 nuevamente ha saltado al debate público la forma más adecuada de financiar el déficit. Se vuelve necesario entonces conocer las características y posibles consecuencias económicas, tanto de la deuda interna como de la deuda externa. Este artículo tiene un doble objetivo. El primero es presentar el argumento que para una nación que cuenta con su propia moneda, como Guatemala, la emisión de bonos del tesoro denominados en esa moneda

que emite y administra implica creación de dinero, es decir, no representa contratación de deuda, lo que podría representar ciertas ventajas frente a la contratación de deuda externa, la cual sí representa deuda. Sin embargo, para que las ventajas que presenta la deuda interna se materialicen es indispensable crear el escenario macroeconómico adecuado. El segundo objetivo es presentar el efecto desestabilizador que puede tener la contratación de deuda pública en moneda extranjera, especialmente en el contexto macroeconómico que presenta Guatemala actualmente.

El artículo se divide en cuatro partes principales. La primera parte describe la ejecución de gasto público y presenta el argumento de que la presencia de un déficit fiscal equivale a creación de dinero por parte del Estado. La segunda presenta algunas condiciones necesarias para crear el escenario macroeconómico que requiere una nación en vías de desarrollo para que la contratación de deuda interna sea eficiente. La tercera presenta el efecto desestabilizador que puede tener la contratación de deuda pública en moneda extranjera si se presentan ciertas condiciones. La cuarta parte presenta la conclusión del artículo.

1. La ejecución de gasto público y el déficit fiscal

El dinero puede clasificarse de diferentes formas. Sin embargo, para una nación que cuenta con su propia moneda existe una clasificación que supera en importancia a todas las demás: el dinero puede clasificarse de acuerdo con el ámbito en el que fue creado. El dinero puede crearse y destruirse tanto en el ámbito privado (los bancos comerciales) como en el ámbito público (el Estado a través del banco central).

Godley y Lavoie (2007) argumentan que el dinero es creado de dos diferentes formas. La primera de ellas produce el dinero externo, el cual es creado cuando el gobierno paga por algo haciendo un giro a través del banco central y el cual deja de existir cuando un miembro del público hace un pago al gobierno, normalmente en la forma de impuestos. Por otro lado, existe el dinero interno o endógeno, el cual crean los bancos comerciales cuando entregan financiamiento. Este dinero deja de existir cuando los préstamos se pagan de regreso (p. 57). Esto significa que, en teoría, los bancos comerciales

crean dinero otorgando financiamiento por más de lo que reciben en reembolsos de préstamos y el gobierno crea dinero cuando gasta más de lo que recauda en impuestos. Para efectos de este artículo, se analizará el dinero creado por el Estado.

Para analizar la creación de dinero por parte del Estado es necesario describir la ejecución de gasto público y describir la forma en la que se presenta un déficit, es decir, cuando la cantidad que se cobra en impuestos es menor a la cantidad que se ejecuta como gasto público. En la ejecución de gasto público deben considerarse cuatro agentes: la Tesorería Nacional, el banco central, los bancos comerciales y el público. La forma más apropiada de analizar el proceso de creación y destrucción de dinero es a través de la contabilidad de partida doble. Esto requiere que se presenten tablas que muestren los activos, los pasivos y el patrimonio de cada uno de los agentes económicos antes mencionados.

El Ministerio de Finanzas (2022) describe a la Tesorería Nacional como «la dependencia del Ministerio designada como órgano rector del Sistema de Tesorería gubernamental, responsable de gestionar eficientemente la liquidez

del Tesoro Público» (p. 3). La Tesorería Nacional se encarga de coordinar los ingresos y egresos del Estado y posee un activo, la cuenta que posee en el banco central, la cual aparece en el balance general de este como «depósitos del gobierno general». Para describir el proceso de ejecución de gasto público es necesario tener en cuenta que se trabaja con activos financieros, esto significa que lo que representa un activo para uno de los agentes antes mencionados representa un pasivo para algún otro de los cuatro agentes involucrados.

El proceso de ejecución de gasto público se presenta en la Tabla 1. Esta muestra tres diferentes fases, las cuales, para efectos ilustrativos, se asume ocurren una después de la otra. La primera fase, llamada condiciones iniciales, la cual se muestra en las casillas de color celeste de la Tabla 1, muestra que la Tesorería Nacional cuenta con Q100 en la cuenta que

posee en banco central. Esto representa un activo para la Tesorería Nacional y un pasivo para el banco central. Como la Tesorería Nacional no registra algún pasivo relacionado con esta transacción, su patrimonio suma Q100. Además de la cuenta a favor de la Tesorería Nacional, el banco central posee otro pasivo: las reservas que la banca comercial posee en banco central, por lo que su patrimonio relacionado con esta transacción es negativo Q200. El balance del sector de banca comercial posee activos que suman Q100, sus reservas en banco central. Como pasivo presenta las obligaciones depositarias que suman Q90. Este es el dinero que la banca comercial adeuda al público. Esto significa que el capital de la banca privada suma Q10. Por último, el público posee depósitos que suman Q90 y como no posee pasivos relacionados con la ejecución de gasto público por parte del Estado, su situación patrimonial es Q90.

Tabla 1*Ejecución de gasto público (tres diferentes fases)*

Tesorería Nacional-				
	ACTIVOS	PASIVOS	PASIVOS	PATRIMONIO
	Cuenta en Banco Central			Patrimonio del Estado
(1) Condiciones Iniciales	Q100			Q100
(2) Gasto Público	-Q100			-Q100
(3) Cobro de Impuestos	+Q90			-Q10
Banco Central-				
		Reservas Banca Comercial	Cuenta de la Tesorería Nacional	Patrimonio de Banco Central
(1) Condiciones Iniciales		Q100	Q100	-Q200
(2) Gasto Público		+Q100	-Q100	Q0
(3) Cobro de Impuestos		-Q90	+Q90	Q0
Banca Comercial-				
	Reservas en banco central	Depósitos del Público		Patrimonio de Banca Comercial
(1) Condiciones Iniciales	Q100	Q90		Q10
(2) Gasto Público	+Q100	+Q100		Q0
(3) Cobro de Impuestos	-Q90	-Q90		Q0
Público-				
	Dépósitos en banca comercial			Patrimonio del Público
(1) Condiciones Iniciales	Q90			Q90
(2) Gasto Público	+Q100			+Q100
(3) Cobro de Impuestos	-Q90			Q10

La segunda fase es la ejecución de gasto público, la cual se muestra en las casillas de color rojo en la Tabla 1. El Estado ejecuta gasto a través de la cuenta que la Tesorería Nacional posee en el banco central. El Estado gasta Q100, lo que deja

su cuenta en banco central sin fondos momentáneamente. Para que el Estado pueda adquirir bienes y servicios de la iniciativa privada el banco central crea depósitos del lado del pasivo del sector de banca comercial por un valor de Q100

y crea las reservas en banco central a favor del sector bancario por la misma cantidad. Los depósitos creados en el sistema de banca comercial representan un pasivo para la banca comercial y un activo para el público. Tanto los activos del público (los depósitos creados en la banca comercial) como su patrimonio aumentan en la misma cantidad (Q100).

La última fase es el cobro de impuestos, la cual se muestra en la Tabla 1 en las casillas de color amarillo. Se asume que el Estado después de haber ejecutado Q100 como gasto público logra cobrar solamente Q90 en concepto de impuestos, por lo que se presenta un déficit de Q10 en el presupuesto del Estado. Para describir esta fase se inicia el análisis en la parte baja de la Tabla 1. El público paga Q90 en concepto de impuestos a través de depósitos en el sistema de banca comercial por lo que sus depósitos se reducen en esa cantidad. El cobro de impuestos afecta el balance de la banca comercial pues se reduce su balance del lado del pasivo ya que el pago de impuestos implica destrucción de depósitos, y también se reduce el lado del activo, pues disminuyen las reservas en banco central a su favor por la misma cantidad. En el balance del

banco central disminuyen los pasivos en Q90 pues disminuyen las reservas a favor de la banca comercial. Sin embargo, los pasivos del banco central aumentan en Q90 pues ese es el nuevo saldo en la cuenta que posee la Tesorería Nacional, la cual presenta una disminución en su patrimonio pues gastó Q100, pero recolectó solamente Q90 en impuestos.

De la información que presenta la Tabla 1 pueden concluirse varios puntos importantes:

- i) Tanto el patrimonio del banco central como el patrimonio de la banca comercial no se ven afectados por la ejecución de gasto público por el Estado.
- ii) La presencia de un déficit fiscal (el Estado ejecuta más gasto público de lo que logra cobrar en impuestos) genera un aumento del lado del activo del balance general de la banca comercial. En el ejemplo que muestra la Tabla 1, al ejecutarse gasto público las reservas en banco central aumentaron en Q100 y la tributación las disminuyó en Q90, por lo que queda un remanente de Q10.

iii) La presencia del déficit fiscal genera un aumento en el patrimonio del público. Como puede visualizarse en el ejemplo que muestra la Tabla 1, el déficit generó un aumento en el patrimonio del público equivalente a Q10 (Q100 de ejecución de gasto público menos Q90 de pago de impuestos), cantidad equivalente a la disminución del patrimonio del Estado (el déficit que presenta la Tesorería)¹. Esto significa que el déficit del Estado representa un superávit para el público.

iv) Al presentarse un déficit fiscal, el Estado no presta del sector privado como se argumenta en muchos libros de texto sobre economía. Como la presencia de un déficit implica creación de dinero, esos fondos creados financian el déficit.

v) Establecer políticas públicas que exijan que el Estado presente un superávit en su presupuesto implica, entonces, que el público mostrará un déficit. Es por esta razón que en ninguna circunstancia deben imponerse políticas de austeridad puesto que esto implica retirar dinero de la economía. Lógicamente, esto

desacelerará el crecimiento económico y es la ciudadanía con los más bajos niveles de ingresos la que se verá más afectada.

El análisis de la Tabla 1 muestra que el déficit del Estado representa creación de dinero, puesto que la presencia del déficit ha dejado un excedente de reservas en banco central, un activo para la banca comercial, y ha dejado un excedente de depósitos, un activo para el público. Entonces, cuando se habla de financiamiento del déficit, en realidad se habla de la forma en la que el Estado le «dará acceso», tanto al sector de banca comercial como al público, a ese dinero que ha creado como consecuencia del déficit. El gobierno de una nación en vías de desarrollo que emite su propia moneda tiene dos caminos para dar acceso a ese dinero a los agentes económicos no estatales: i) puede crear dinero a través de la emisión de bonos del tesoro denominados en la moneda que emite y administra a través de su banco central; ii) puede contratar deuda en moneda extranjera. Esto es precisamente lo que el gobierno de Guatemala ha hecho

1. Estas cantidades se muestran en las casillas de color naranja en la Tabla 1.

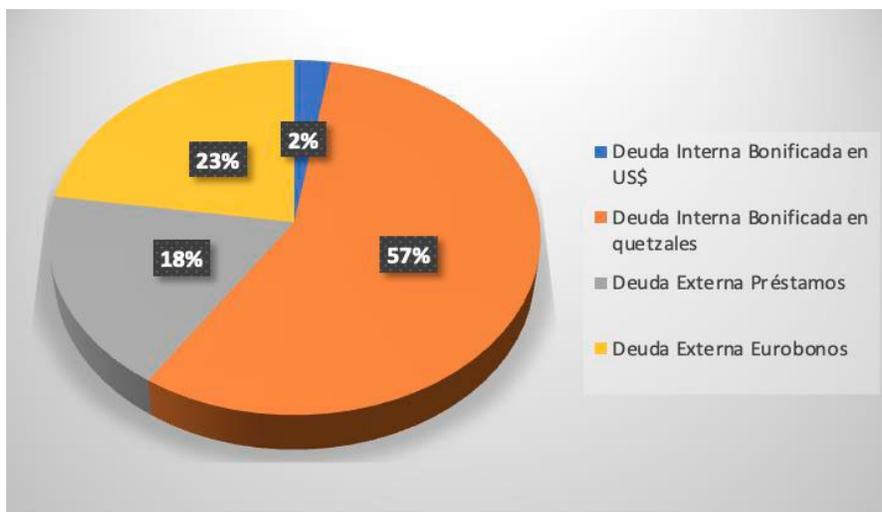
durante los últimos años. Por un lado ha emitido bonos del tesoro denominados en quetzales, los cuales han adquirido instituciones públicas y privadas e inversionistas individuales en Guatemala. Por el otro, ha emitido los llamados Eurobonos y ha contratado préstamos con entidades financieras internacionales, ambos instrumentos denominados en dólares de Estados Unidos.

De acuerdo con el Reporte de Operaciones de Crédito Público publicado por el Ministerio de Finanzas (2023), la deuda pública total de Guatemala hasta el 30 de abril de 2023 sumaba poco más de

Q211 mil millones. La Figura 1 muestra la composición de esa deuda. De la deuda pública total, cerca de Q120 mil millones (57 %) la conforma bonos del tesoro denominados en quetzales, la moneda que emite y administra el Estado. Si la presencia de un déficit implica creación de dinero por parte del Estado (a través de su banquero, el banco central), cada vez que el Estado emite bonos del tesoro denominados en quetzales para financiar el déficit, en realidad está creando dinero. Pero no crea quetzales en forma de moneda, crea quetzales en forma de bonos. A continuación se presenta el argumento con mayor detalle.

Figura 1

Guatemala: composición de la deuda pública al 30 de abril de 2023.



Nota: La deuda interna bonificada está denominada en dólares de Estados Unidos y la deuda externa está expresada en quetzales al tipo de cambio de Q7.80826 por US\$.

En el lado del pasivo del balance general del Banco de Guatemala al 31 de diciembre de 2022, se encuentra una cuenta con el nombre «numerario nacional», la cual totaliza poco menos de Q81 mil millones. La cuenta se compone de dos rubros: billetes en circulación y moneda metálica en circulación por lo que representa el efectivo que circula en la economía. La contabilidad del banco central lo registra como una deuda (forma parte de su pasivo) pero el quetzal es una moneda fiduciaria no convertible, es decir, el banco central no tiene la obligación de cambiarlo por ningún otro activo. Lo que puede hacer es cambiar los billetes y monedas que estén deteriorados por otros que se encuentren en buen estado, pero nada más. A pesar de que el efectivo en circulación se registra como una deuda para el banco central, en realidad no es deuda. Y si un grupo de personas se organizara para exigir al banco central eliminar esa «deuda» de su balance general, la sociedad se quedaría sin efectivo.

La deuda pública representa un indicador histórico del gasto público que ha implementado el Estado pero que no logró cobrar como impuestos. Una buena parte de ese déficit (un 43 % hasta abril

de 2023) ha sido financiado a través de deuda que se ha contratado en moneda extranjera. Sin embargo, como muestra la Figura 1, el 57 % restante ha sido financiado por bonos denominados en quetzales. Estos son quetzales que ha creado el Estado de Guatemala (puede hacerlo porque es la moneda que emite y administra) pero que han tomado la forma de bonos del tesoro. Lógicamente, existe una diferencia muy importante con el efectivo: los bonos del tesoro denominados en quetzales generan un rendimiento. Pero, si esos bonos son en realidad una forma diferente de efectivo, no representan realmente una deuda. Y exigir al Estado que pague de regreso esa deuda es equivalente a eliminar el instrumento de ahorro que esos bonos representan para los inversionistas guatemaltecos.

Entonces, para una nación en vías de desarrollo que emite su propia moneda, como Guatemala, emitir bonos del tesoro denominados en quetzales para financiar el déficit del Estado no implica contratación de deuda, en realidad implica creación de dinero. Sin embargo, si no existe un escenario macroeconómico apropiado, esa creación de dinero puede tener consecuencias negativas muy

significativas para el desenvolvimiento de la economía.

2. El escenario macroeconómico necesario para la contratación de deuda pública interna

En teoría, es más favorable para el Estado de Guatemala crear dinero, es decir, crear quetzales (en forma de bonos del tesoro) a contratar deuda en moneda extranjera para financiar el déficit. Sin embargo, es absolutamente necesario crear el escenario macroeconómico que permita que la creación de dinero que representa la emisión de bonos del tesoro en quetzales no tenga un efecto desestabilizador en la economía de la nación. La creación de ese escenario es posible, sin embargo, requiere de ciertos cambios a la legislación y ciertas reformas que permitan que ciertas condiciones y relaciones institucionales puedan

presentarse. A continuación se presentan algunas de estas reformas.

-Aumentar la participación de la banca pública

Los bancos comerciales privados trabajan para maximizar beneficios en el corto plazo. Esto lo logran, principalmente, al maximizar el valor de su portafolio de inversiones y el valor de su cartera de créditos, lo que requiere exigir un mayor rendimiento a una inversión que implique mayor riesgo. Esto significa que este sistema es incompatible con la entrega de financiamiento a un costo accesible para la micro y pequeña empresa. Si se considera que los bancos no entregan préstamos sino que compran títulos de deuda, comprar títulos de deuda de agentes considerados más riesgosos (micro y pequeñas empresas) requerirá un mayor rendimiento, es decir, una mayor tasa de interés. Dutt (2017) escribe que «los bancos de propiedad pública suelen operar para cumplir beneficios sociales, como fomentar el ahorro, conceder préstamos a pequeñas empresas y financiar proyectos

de infraestructura» (p. 4). Por el hecho de que persiguen un fin social, los bancos públicos están mejor posicionados para entregar financiamiento a bajo costo a la pequeña y microempresa.

-Crear un sistema de impuestos con tasas progresivas al ingreso individual

Los economistas británicos Richard Kahn y John Maynard Keynes concluyeron que la propensión marginal al consumo, es decir, la proporción de un incremento en el ingreso que el individuo promedio utilizará en la compra de bienes y servicios producidos localmente es el factor determinante del efecto multiplicador que tendrá un aumento en el gasto de gobierno.

De acuerdo con estos autores, al aumentar el gasto público la población tenderá a aumentar su consumo. Este incremento en el consumo dependerá de la propensión marginal del consumo del ingreso disponible de la población (el ingreso después de impuestos) y también dependerá del cambio en el déficit del

Estado pues, como se visualiza en la Tabla 1, el déficit del Estado representa el superávit del público.

La creación de un sistema de impuestos con tasas progresivas al ingreso individual permite la redistribución del ingreso. Esto vuelve la ejecución de política fiscal mucho más eficiente pues incrementa la propensión marginal al consumo del ciudadano promedio. Adicionalmente, este sistema de impuestos reduce la desigualdad económica lo que permitirá la «democratización» de la inversión en bonos del tesoro. Es decir, una mayor proporción de la población tendrá la capacidad de invertir en esos instrumentos de ahorro que crea el Estado como resultado del déficit en el presupuesto.

-Eliminar la exoneración de impuestos a los intereses que generan los bonos del tesoro que poseen inversionistas privados

En varias naciones en vías de desarrollo se han establecido impedimentos legales para la banca central en cuanto

a la compra de instrumentos de deuda emitidos por el Estado, tanto en el mercado primario como en el mercado secundario. Guatemala estableció este impedimento al reformar el artículo 133 de la Constitución. Lavoie (2022) escribe que «estas restricciones autoimpuestas repercutirán en la capacidad del gobierno para aplicar políticas expansivas y gestionar su deuda» (p. 224).

Una de las principales consecuencias de esta medida es la incapacidad del banco central de controlar las tasas de interés, en el mediano y largo plazo, de los instrumentos de deuda que emite el Estado. Si los bancos comerciales se muestran renuentes a comprar los títulos del Estado cuando estos se emiten, las tasas de interés tenderán a subir. Entonces, la única explicación que hace sentido, desde el punto de vista financiero, de exonerar de impuestos a los rendimientos que generan los bonos del tesoro es evitar la renuencia de los bancos comerciales de comprar estos instrumentos. Sin embargo, esta exoneración de impuestos no solo genera una desigualdad económica enorme pues solo un número muy reducido de personas se benefician de los rendimientos que generan los bonos (rendimientos que

reciben exentos de impuestos), también le resta sostenibilidad a la deuda pública de la nación. Sostenibilidad de la deuda en este contexto se refiere a que el valor de la deuda no crezca más rápido que la economía de la nación.

Varios autores, entre ellos Godley y Lavoie (2007), Martin (2008), Debrun, Ostry, Willems y Wyplosz (2020) y Marglin (2021) argumentan que el nivel de impuestos que recauda el Estado sobre los intereses que generan los instrumentos de deuda juega un papel importante en la sostenibilidad de la deuda pública. Por ejemplo, Martin (2008), en un análisis sobre la metodología presentada por Godley y Lavoie (2007), concluye que la solvencia presupuestaria puede garantizarse para una nación que tiene como objetivo alcanzar un nivel de pleno empleo siempre que el comportamiento del ahorro privado sea estable. Lavoie (2022) escribe que la ratio deuda pública/ PIB convergerá a un número constante si se cumple la siguiente desigualdad

$$(1 - \tau)i < \frac{C_v + g_n}{S_{yd}}$$

donde $(1 - \tau)i$ es la tasa de interés de la deuda después de impuestos, c_v es la proporción de la riqueza acumulada en el pasado que el sector privado desahorra, s_{yd} es la proporción del ingreso disponible que el sector privado ahorra y g_n es la tasa de crecimiento de la producción que garantiza el pleno empleo de la fuerza laboral. La expresión (1) indica que la deuda pública no crecerá desproporcionalmente con respecto a la economía si la tasa de interés que paga la deuda después de impuestos es menor a la tasa de crecimiento de la economía más el desahorro del sector privado, todo esto dividido por el ahorro del sector privado. Esto muestra que el cobro de impuestos sobre los intereses que generan los instrumentos de deuda juega un papel muy importante en la sostenibilidad de la deuda pública de una nación, pues reduce la tasa efectiva que el Estado debe pagar sobre la deuda. Sin embargo, para eliminar esta exoneración de impuestos es imprescindible que el banco central pueda monetizar la deuda pública.

-Gasto público también dirigido a la inversión

En un acontecimiento reciente, ejecutivos del Banco Mundial (BM) y del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) recomiendan que el Estado de Guatemala debe ampliar la inversión en infraestructura (Bolaños, 2023). Calderón-Monroy (2022) argumenta que durante el período 2001 a 2021, la mayor parte del gasto público que ejecutó el Estado de Guatemala se dirigió a rubros que se clasifican como gastos de funcionamiento, dejando rezagada la acumulación de capital fijo y la inversión en infraestructura. Ahora que se discute una ampliación del presupuesto de 2024 debe darse prioridad a la inversión en infraestructura y ejecutar este gasto de la forma más transparente posible.

-Flexibilizar el presupuesto de la nación

Las rigideces fiscales que presenta la estructura del presupuesto de la nación limitan la discrecionalidad de

las autoridades a realizar cambios en la asignación del gasto. Aunque esto puede considerarse como un factor positivo pues esas asignaciones aseguran el financiamiento de instituciones descentralizadas y municipalidades, por ejemplo, reducen el espacio fiscal para implementar políticas anticíclicas. Garry y Rivas (2017) argumentan que «en países como Guatemala, más del 90 % de la estructura del presupuesto del gobierno está asignada a gastos específicos, dejando solo el 10 % restante para gasto discrecional» (p.27).

La implementación de estas reformas entregaría financiamiento a bajas tasas de interés a la micro y pequeña empresa lo que ayudaría a la industrialización del país, crearía una sociedad más igualitaria lo que convertiría a la ejecución de política fiscal en un instrumento sumamente eficiente, permitiría al Estado la inversión en infraestructura, lo que incrementaría la productividad de hogares y empresas y ejecutar gasto público para enfrentar desaceleraciones económicas.

3. El poder desestabilizador de la deuda en moneda extranjera

Debido a la severa crisis económica que en estos momentos enfrenta la República de Argentina, es muy común encontrar en columnas de opinión de los medios, análisis sobre las causas de esta debacle económica. En algunos de estos análisis se presenta al «excesivo gasto público financiado en gran parte con la creación de dinero» como el detonante de la crisis argentina. Sin embargo, este argumento no se ve confirmado por las estadísticas macroeconómicas.

La Tabla 2 muestra el déficit fiscal como porcentaje del PIB a diciembre de 2022 de algunos países del continente americano. Asimismo, presenta la inflación interanual a agosto de 2023. El déficit fiscal que presentó Argentina a finales de 2022 fue de similar magnitud al que presentaron México y Brasil. Inclusive fue menor al que presentaron países como Colombia, Bolivia y Panamá. Sin embargo, la inflación que experimentó Argentina a agosto de 2023 es un valor totalmente atípico si se le compara con el ritmo inflacionario que experimentaron los otros países que se muestran en la Tabla 2.

La crisis argentina no se debe a un excesivo gasto público o a un agrandado aparato estatal. En realidad, la crisis se debe a una escasez de divisas, causada en parte por la contratación de deuda en dólares de Estados Unidos, incluido el préstamo al Fondo Monetario Internacional (FMI) por US\$44 mil millones, contratado por la administración de Mauricio Macri. Hasta el tercer trimestre de 2022, poco más del 65 % de la deuda pública de Argentina estaba denominada en dólares de Estados

Unidos. En el momento que ingresan divisas a Argentina por exportaciones, estas abandonan el país inmediatamente para el pago de deuda. Esta escasez de divisas también impide la intervención del Banco Central de Argentina en mercados internacionales para evitar que la moneda continúe devaluándose. La situación actual de Argentina muestra el poder desestabilizador que puede llegar a tener la contratación de deuda en moneda extranjera.

Tabla 2

Déficit fiscal y ritmo inflacionario de algunos países del continente americano

País	Déficit Fiscal (a diciembre 2022)	Inflación Interanual (a agosto 2023)
Argentina	-4.33%	124.40%
Bolivia	-7.30%	3.10%
Brasil	-4.58%	4.10%
Chile	1.33%	5.30%
Colombia	-7.22%	11.40%
Costa Rica	-2.76%	10.40%
Ecuador	-1.61%	2.60%
El Salvador	-2.89%	3.10%
Estados Unidos	-11.62%	3.70%
Guatemala	-1.17%	4.50%
Honduras	-3.14%	9.80%
México	-4.43%	4.60%
Nicaragua	-1.22%	7.50%
Panamá	-6.66%	2.20%
Perú	-1.32%	8.80%

Nota: La inflación interanual de Costa Rica y Perú es a septiembre 2022, la de Honduras es a diciembre de 2022. Datos obtenidos de Expansión/Datosmacro.com

Esta no es la primera vez que Latinoamérica sufre de las consecuencias desestabilizadoras que puede tener la contratación de deuda en moneda extranjera. En 1979 se produjo una conjunción de variables (las secuelas de la caída del sistema monetario Bretton Woods, la crisis de los precios del petróleo y el incremento exagerado de las tasas de interés por las autoridades monetarias en Estados Unidos) que convirtió a la deuda en dólares que habían contratado países latinoamericanos en un potente desestabilizador que detuvo el crecimiento económico en la región durante años, período conocido como «la década perdida» de Latinoamérica. Y, como está sucediendo ahora con el caso de Argentina, en esa ocasión también se presentó el diagnóstico erróneo de que la razón de la crisis fue la emisión monetaria por parte de los bancos centrales. Y de ese diagnóstico equivocado surgió la prohibición a varios bancos centrales de la región de financiar las operaciones del Estado.

La coyuntura macroeconómica de Guatemala es muy particular. Es una economía abierta y pequeña que se caracteriza por presentar un déficit comercial significativo, pronunciada

desigualdad económica, bajo desarrollo humano, un sistema financiero poco desarrollado que se manifiesta en un bajo nivel de bancarización de la población y una alta dependencia de su relación comercial con Estados Unidos de Norteamérica. A pesar de que se habla de que Guatemala presenta estabilidad macroeconómica, el hecho de que uno de los pilares de esa estabilidad sea el ingreso de divisas por remesas familiares es un asunto muy preocupante. Depender de las remesas familiares no solo tiene consecuencias sociales muy graves (la desintegración familiar, la acomodación) sino que erosiona la competitividad de industrias exportadoras en Guatemala.

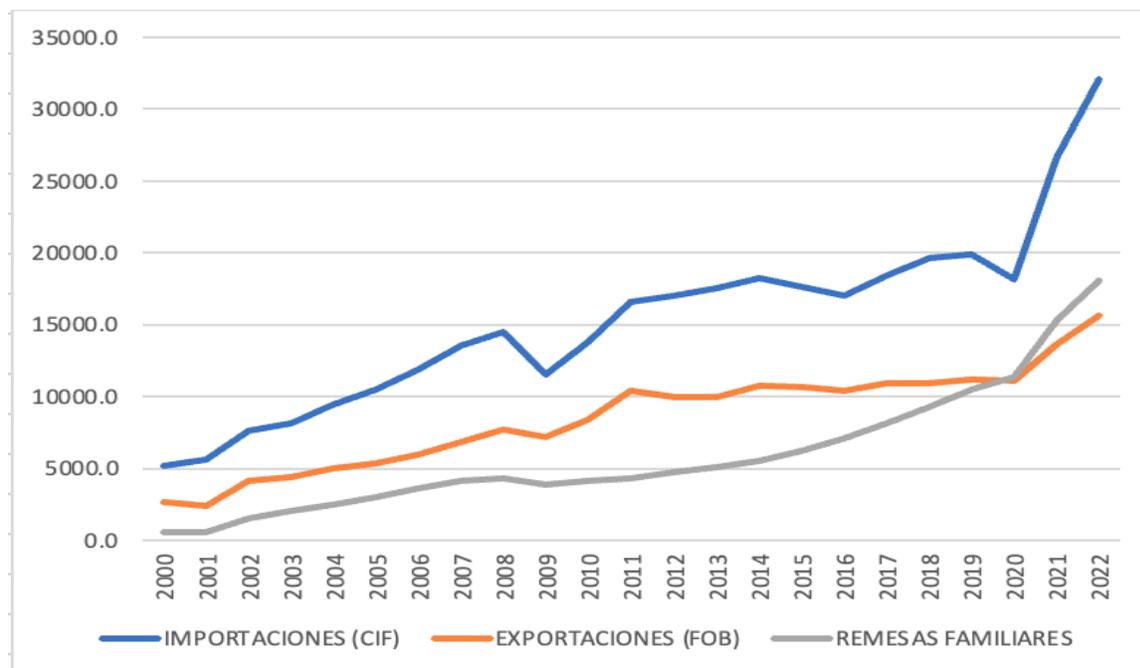
El escenario macroeconómico de Guatemala, especialmente después de la pandemia, se ha caracterizado por un creciente déficit comercial y una participación cada vez más significativa de las remesas familiares. La Figura 2 muestra esta dinámica. Al presentarse un déficit en la balanza comercial, la salida de divisas para el pago de importaciones es mayor al ingreso de divisas por el cobro de exportaciones. El ingreso de divisas por remesas familiares ha crecido significativamente, a tal grado que Guatemala ha presentado

desde 2016 un superávit por cuenta corriente en la balanza de pagos a pesar del incremento considerable en las importaciones, especialmente desde 2021. Como se mencionó, la contratación de deuda pública en moneda extranjera puede convertirse en un desestabilizador importante si se presenta una devaluación de la moneda local. La complicación que podría presentarse para Guatemala en el corto o mediano plazo es que, ya sea por razones económicas o políticas, la tendencia de las remesas se revirtiera. Esta situación podría generar una devaluación de la moneda incrementando el costo del servicio de la deuda en moneda extranjera, produciría un aumento en la utilización de reservas para intervenir en mercados internacionales en defensa del valor del quetzal y generaría un proceso inflacionario por el encarecimiento de las importaciones.

Es urgente realizar cambios estructurales en la coyuntura macroeconómica de Guatemala. Algunas de esas reformas se presentaron en la sección anterior de este artículo. Crear el escenario macroeconómico necesario que permita la contratación de deuda interna sin que esta genere efectos negativos es parte del programa que se necesita para fortalecer la situación macroeconómica de Guatemala. Para implementar estos cambios es necesario abandonar de una vez por todas esos paradigmas económicos que la evidencia empírica ha demostrado son inválidos y realizar un análisis macroeconómico que tome en consideración los datos reales, los cuales reflejan la delicada y frágil situación macroeconómica en la que se encuentra nuestro país.

Figura 2

Guatemala: comportamiento del valor de las importaciones (CIF), exportaciones (FOB) y remesas familiares en millones de US\$ (2000-2022)



4. Conclusión

La presencia de un déficit fiscal implica creación de dinero por parte del Estado. La decisión de cómo financiar un déficit fiscal representa en realidad determinar la forma en la que el Estado dará acceso a ese dinero «que ha creado» a los agentes económicos no estatales. Para una nación en vías de desarrollo cuyo gobierno emite y administra su propia moneda es más ventajoso contratar deuda pública

denominada en su propia moneda para financiar el déficit que contratar deuda en moneda extranjera. Esto se debe a que la contratación de la primera en realidad representa creación de dinero mientras que a través de la segunda se está endeudando al país, con el agravante de que este tipo de deuda puede llegar a desestabilizar la economía de la nación si se presentan ciertas condiciones.

Pero, por la coyuntura macroeconómica actual de Guatemala, esa decisión no

puede tomarse tan fácilmente. Para que esa creación de dinero por parte del Estado que implica la deuda interna no tenga efectos negativos en la economía debe crearse el escenario macroeconómico adecuado. La creación de ese escenario fortalecería la macroeconomía de nuestro país. Para una nación en vías de desarrollo que ha desarrollado un plan de

industrialización será inevitable contraer deuda en moneda extranjera pues ese proceso de industrialización requerirá la importación de ciertos productos y de bienes de capital. Sin embargo, siempre se deben considerar las posibles consecuencias de apoyarse demasiado en ese tipo de deuda para financiar el déficit.

Referencias

- Bolaños, R.M. (27 de septiembre de 2023). Bancos multilaterales ven necesario ampliar inversión en infraestructura en Guatemala. *Prensa Libre*. <https://www.prensalibre.com/economia/bancos-multilaterales-ven-necesario-ampliar-inversion-en-infraestructura-en-guatemala/>
- Calderón-Monroy, C.E. (2023). *Impacto de una política fiscal expansiva en el crecimiento económico: determinación de multiplicadores fiscales de gasto en Guatemala 1995-2019*. [Tesis de doctorado aún no publicada]. Universidad de San Carlos de Guatemala
- Debrun, Ostry, Willems y Wyplosz (2020). Public Debt Sustainability. En Abbas, A., Pienkowski,
- A. y Rogoff, K. (Eds.), *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners* (pp.151-191). Oxford University Press.
- Dutt, D. (2017). Does greater public ownership in the financial system promote superior performance? A Survey of the Literature. Working paper # 446. Political Economy Research Institute. University of Massachusetts, Amherst.

- Garry, S., & Rivas Valdivia, J. C. (2017). An analysis of the contribution of public expenditure to economic growth and fiscal multipliers in Mexico, Central America and the Dominican Republic, 1990-2015. ECLAC, United Nations. Recuperado de <https://repositorio.cepal.org/items/5dbd4ec2-7263-4321-82bd-a1c6e8537103>
- Godley, W. y Lavoie, M. (2007). *Monetary Economics: An integrated approach to credit, money, income, production and wealth*. Palgrave Macmillan, New York, USA.
- Lavoie, M. (2022). *Post Keynesian Economics. New Foundations*. Second Edition. Edward Elgar Publishing, Northampton, MA, USA.
- Marglin, S. (2021). *Raising Keynes. A Twenty-First Century General Theory*. Harvard University Press. Cambridge, MA, USA.
- Martin, B. (2008). Fiscal policy in a stock-flow consistent model: a comment., *Journal of Post Keynesian Economics*, 30(4), pp. 649-668
- Ministerio de Finanzas Públicas (2022). Tesorería Nacional: Manual de Organización y Funciones. Recuperado de https://www.minfin.gob.gt/images/laip_mfp/docs/item6b_tn.pdf
- Ministerio de Finanzas Públicas (2023). Reporte de Operaciones de Crédito Público. Departamento de Registro de Deuda Pública. Mayo de 2023.