

LA DEUDA PUBLICA Y EL INGRESO NACIONAL DE ESTADOS UNIDOS*

HENRY C. WALLICH

Banco de la Reserva Federal,
Nueva York

I

POR primera vez en su historia Estados Unidos tiene una deuda pública tan grande que, con toda probabilidad, no podrá pagarla en ningún plazo previsible. Quiérase o no, subsistirá la deuda por mucho tiempo y, dada su magnitud, será un factor importante en la vida económica norteamericana.

Son diversos los efectos que puede tener la deuda sobre la magnitud y la distribución del ingreso nacional, que es el tema de este estudio. Uno de ellos es que disminuirá la velocidad de la corriente del ingreso a causa del pago —con el producto de los impuestos— de grandes sumas de intereses a los tenedores de la deuda, los que, a su vez, quizá gasten sólo una pequeña parte de lo que reciban. En la primera parte de este artículo se intentará medir este efecto cuantitativo en forma aproximada. Sin embargo, tal vez sean de mayor importancia, aunque no se puedan medir cuantitativamente, ciertos cambios en la actitud psicológica de los inversionistas y consumidores que pueden provenir, por un lado, del aumento en la carga de los impuestos y, por otro, del aumento en las tenencias de valores del gobierno y de los saldos en efectivo. Esto se examinará más adelante. Otros aspectos, tales como la influencia perturbadora de la deuda en condiciones inflacionarias, sus efectos restrictivos sobre la libertad de la política monetaria y ciertos pro-

* Este artículo, en su versión en inglés, forma parte de la publicación *Public Finance and Full Employment* (Junta de la Reserva Federal, Estudios Económicos de Postguerra N° 3, Wáshington, D. C.); se agradece a la Junta y al autor su autorización para publicar la presente traducción.

DEUDA PUBLICA E INGRESO NACIONAL

blemas suscitados por un crecimiento continuo de la deuda, se considerarán en otros artículos.

La deuda pública, como se verá en las páginas siguientes, no es exclusivamente un factor que opera una contracción de la economía. En algunos de sus aspectos, sobre todo debido al aumento de la liquidez y la seguridad financiera que proporciona a los inversionistas, probablemente demostrará poseer efectos estimulantes sobre las nuevas inversiones y el consumo. En un caso extremo, este estímulo puede degenerar en una inflación peligrosa. Sin embargo, en su conjunto es probable que la gran deuda en la postguerra constituya una carga para la economía norteamericana.

No obstante, es muy importante señalar que muchos de los efectos que provienen de la deuda no son atribuibles concretamente a su carácter público, sino que también podrían producirse, en alguna medida, por la creación privada de un gran volumen de títulos o valores líquidos que produzcan un ingreso. Si, después de 1929, en vez de caer en la depresión y posteriormente en la guerra, hubiéramos continuado disfrutando de un ingreso nacional en constante aumento, apoyado por una elevada inversión privada y una continua expansión crediticia, el monto total de la deuda privada, de las acciones comunes y de la oferta monetaria se aproximaría hoy al nivel presente de la deuda pública. En consecuencia, estaríamos enfrentándonos a muchos de los mismos problemas, aunque quizá en forma menos grave. Por lo tanto, fundamentalmente los problemas de que culpamos a la elevada deuda pública son los de una economía con un elevado volumen de ingresos y ahorros.

El servicio de la deuda y la corriente del ingreso

Los intereses pagados sobre la deuda federal se canalizan por tres caminos: 1) una parte de los intereses vuelve al gobierno en forma de impuestos; 2) otra parte se convierte en ahorros en efectivo o en inversiones financieras de tal naturaleza que no van a sumarse

EL TRIMESTRE ECONOMICO

a la demanda de bienes y servicios; 3) el resto va a la corriente del ingreso a través de gastos en consumo o en inversiones reales. Se ha intentado estimar el monto correspondiente a cada categoría para el 31 de diciembre de 1944 y pronosticar las cifras para el primer año de postguerra más o menos "normal". Los resultados aparecen en el cuadro de la página siguiente.

Los cálculos muestran, al final de 1947, una deuda de 310,000 millones de dólares. Esta cifra sería adecuada si los gastos anuales del gobierno declinaran para entonces hasta un nivel de 30,000 millones. La composición y distribución de la deuda en la postguerra se ha estimado sobre la base de las tendencias recientes seguidas en el financiamiento federal y se procura tomar en cuenta, en alguna medida, los cambios de propiedad que puedan ocurrir durante el período de reconversión. Los intereses estimados sobre una deuda de 310,000 millones de dólares ascenderían a 5,700 millones, de los que podrían recobrase 1,000 millones por medio de impuestos que graven este ingreso, de acuerdo con la estructura fiscal de postguerra que se supone.¹ Del resto, 2,900 millones de dólares podrían ser ahorros ociosos² y sólo 1,800 millones volverían a la corriente del ingreso.

Menor velocidad de la corriente de ingresos.—Sobre la base de los datos del cuadro es posible estimar muy burdamente el grado en que es probable que el servicio de la deuda de la postguerra reduzca la velocidad de la corriente de ingresos. Puesto que de los

¹ Para los detalles de la estructura supuesta, véase Richard A. Musgrave, "Federal Tax Reform", en *Public Finance and Full Employment*, *op. cit.*

² El término "ahorros ociosos", en el sentido que aquí tiene, incluye las compras de valores y otras formas de inversión financiera que sólo dan lugar a un intercambio de títulos entre un tenedor y otro y no originan nuevas inversiones reales. Se entiende, por supuesto, que estos ahorros pueden ser absorbidos indirectamente por nuevas inversiones reales si una tercera persona decide realizar éstas; pero es dudoso que la mera existencia de estos ahorros induzca a otros a hacer inversiones físicas que de otra manera no habrían hecho. En la medida en que no lo hagan, los ahorros constituyen una filtración.

CUADRO I
CANALIZACION DE LOS INTERESES SOBRE LA DEUDA
(1944 y primer año "normal" de postguerra)

Beneficiarios de los intereses	Tenencias de obligaciones del gobierno (miles de millones de dólares)		Intereses anuales (millones de dólares)		Disposición de				Reflujo neto de dinero a la corriente de ingresos (millones de dólares)	
	1944 ^c	1948 ^d	1944 ^e	1948 ^f	Impuestos ^a (millones de dólares)		Ahorros ociosos ^b (millones de dólares)		1944	1948
					1944	1948	1944	1948		
Bancos comerciales	77.8	107.0	1,300	1,700	275	375	455	625	570	700
Bancos de la Reserva Federal	18.8	32.0	135	175	0	0	75	100	60	75
Individuos: ^g										
Bonos de Ahorro Serie "E"	25.6	33.0	180	850	1	80	180	470	1	300
Otras obligaciones del gobierno	26.7	41.0	615	950	300	390	175	300	140	260
Compañías de seguros	19.6	28.0	460	675	1	1	460	675	0	0
Bancos mutualistas de ahorros	8.3	11.0	185	250	25	35	100	130	60	85
Sociedades mercantiles ^h	27.7	26.0	380	360	170	120	210	120	1	120
Gobiernos estatales y locales	4.2	6.0	75	110	0	0	75	0	0	110
Dependencias oficiales y fondos de fideicomiso	21.7	26.0	520	630	0	0	520	480	0	150
Total	230.4	310.0	3,850	5,700	770	1,000	2,250	2,900	830	1,800

^a Incluyendo impuestos pagados por individuos sobre dividendos e intereses recibidos de tenedores institucionales en la medida en que tales intereses y dividendos pueden considerarse provenientes de los ingresos de la institución derivados de su tenencia de bonos del gobierno. Los ingresos directos e indirectos provenientes de los valores del gobierno se consideran como ingreso marginal, excepto en el caso de los intereses percibidos por los bancos comerciales.

^b Incluyendo sumas ahorradas por individuos de sus dividendos e intereses, según la nota *a*. Todos los ingresos, excepto los percibidos por los bancos comerciales, se consideran como ingresos marginales.

^c Diciembre 31.

^d Enero 1º.

^e Sumas anuales para el año que terminó el 31 de diciembre de 1944, sobre la deuda en vigor en esa fecha, con excepción de los intereses provenientes de los bonos "E" para los que se muestra el aumento del valor de la amortización durante 1944.

^f Sumas anuales para el año de 1948, sobre la deuda en vigor al principio del año.

^g Incluyendo asociaciones en participación, cuentas personales de fideicomiso y empresas individuales.

^h Cantidades insignificantes.

ⁱ Incluyendo corredores y saldos en el exterior.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

intereses estimados en 5,700 millones, 1,000 millones se recuperarían bajo las tasas de impuestos supuestas para la postguerra, los 4,700 millones restantes deben financiarse (si no por empréstitos) a través de impuestos provenientes del ingreso de fuentes diferentes a los bonos del gobierno. Estos 4,700 millones son la "filtración bruta" de la corriente de ingresos ocasionada por el servicio del interés de la deuda federal. Sin embargo, de ellos deben deducirse aproximadamente 1,800 millones, que se espera devolverán a la corriente del ingreso los beneficiarios de los intereses de la deuda federal. La filtración se reduce consiguientemente a 2,900 millones, suma calculada para los ahorros ociosos que se estima resultarán del interés aproximado obtenido por los tenedores de los bonos del gobierno. Casi 500 millones de esta filtración provienen de intereses acumulados por bonos de la serie "E", que ni son pagados en efectivo, ni gastados por sus tenedores. Partiendo de ciertos acuerdos (que posteriormente se mencionarán), la Tesorería, por el momento, puede dejar de gravar impuestos para saldar los intereses acumulados, puesto que los fondos no se necesitan por ahora. La cantidad que tendría que recaudar la Tesorería para financiar el servicio de la deuda disminuiría, por lo tanto, de 4,700 millones de dólares a 4,200 y la filtración se reduciría a 2,400 millones de dólares. Debe hacerse otra deducción en vista de que buena parte de los impuestos se pagan con dinero efectivo que de otra manera se ahorraría. Se estima que, con la estructura de ingresos supuesta para la postguerra, alrededor de un tercio de los impuestos totales pagados puede provenir de los ahorros ociosos, suponiendo que el impuesto sobre la renta individual constituye una parte importante de los ingresos totales. Puede suponerse, por lo tanto, que al recaudar cerca de 4,200 millones mediante impuestos generales, esto es, impuestos sobre ingresos no provenientes del interés pagado por el gobierno, la Tesorería percibiría cuando menos 1,500 millones de dólares que de otra manera se ahorrarían. En consecuencia, esta parte de los impuestos apenas absorbe una filtración ya existente y puede deducirse

DEUDA PUBLICA E INGRESO NACIONAL

de la filtración de 2,400 millones mencionada con anterioridad. Por tanto, queda una pérdida neta para la corriente de ingresos de algo más de 900 millones de dólares.³ El cálculo queda resumido como sigue:

	<i>En millones de dólares</i>
Monto total de los intereses	5,700
Suma recuperada por los impuestos a los ingresos provenientes de intereses	1,000
	<hr/>
Monto neto de intereses (filtración bruta)	4,700
Menos: Intereses gastados de nuevo por los que los reciben	1,800
No recaudación de impuestos para pagar los intereses sobre bonos de la serie "E"	470
Ahorros ociosos absorbidos por impuestos sobre ingresos distintos a los provenientes de los intereses	1,500
	<hr/>
Filtración neta	930

Una filtración neta de menos de 1,000 millones, como resultado de un servicio de la deuda federal de 5,700 millones, sería satisfactoriamente pequeña y parecería sugerir que los efectos adversos del pago de intereses sobre el nivel del gasto privado, aunque indudablemente requieren atención, podrían ser manejados sin mucha dificultad. No parecen serios, por lo tanto, los problemas creados por la deuda a este respecto.

Debe tenerse en cuenta, al apreciar el cálculo de los impuestos y de los ahorros ociosos, que el ingreso proveniente del interés (con excepción del de los bancos comerciales) se considera como un ingreso marginal. El cálculo del impuesto no se basa en la tasa *media* aplicable al contribuyente, sino en la correspondiente al "*casillero*" superior de sus ingresos. Igualmente, el cálculo de los

³ La pérdida para la corriente de ingresos que se ha calculado no tiene en cuenta los efectos adversos que los nuevos impuestos puedan tener sobre la inversión. Este aspecto se considerará más adelante.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

ahorros se basa en el por ciento ahorrado del *ingreso marginal*, representado por los intereses percibidos, y no en el por ciento ahorrado del *ingreso total* de cada individuo. Es lógico proceder en esta forma, pues para medir el efecto de la deuda es menester comparar la situación con una hipotética en la que no hubiera deuda (o, por lo menos, no hubiera servicio de intereses) y en que el ingreso de los individuos y empresas fuera inferior en el monto de los intereses que, de otra manera, recibirían del gobierno.

El cálculo de los ahorros es problemático a causa de nuestros limitados conocimientos estadísticos en la materia y también por otras razones más fundamentales. En general, estas razones son que no se ha podido apreciar qué nivel de ingresos, ahorros, distribución de disponibilidades y otras condiciones prevalecerían si no hubiese deuda pública y, por consiguiente, no se hiciesen ahorros con los intereses de la deuda. Es posible que cuando menos una parte de los ahorros que ahora se hacen con estos intereses se efectuaría aun en ausencia de deuda, debido al monto y distribución diferentes de las disponibilidades privadas. En otras palabras, no puede darse por supuesto que los ahorros que provienen de los intereses del gobierno sean atribuibles de un modo causal a éstos.

Es preciso recordar que la estimación de los ahorros abarca solamente los hechos en efectivo y los empleados en inversiones financieras que no van a sumarse a la demanda de bienes y servicios. Se omite determinada cantidad de ahorros individuales y de las empresas, que se supone son utilizados directamente en nuevas inversiones reales; esta cantidad se añade a los pagos de intereses que regresan a la corriente del ingreso a través de los gastos privados. En los casos individuales, la estimación del ahorro se hace sobre la base de estudios presupuestales después de estimar el grupo medio de ingresos al que pertenecerían los tenedores de cada categoría de valores. Para las compañías este cálculo se basa en supuestos más o menos razonables, pero en este caso la incertidumbre es aun mayor que en el caso de los individuos.

DEUDA PUBLICA E INGRESO NACIONAL

Sin embargo, podríamos agregar que no estamos tan interesados en establecer un cálculo de la filtración absoluta como en dar un límite máximo razonable. Lo importante es que nuestro supuesto de la repercusión de los impuestos y del efecto de los ahorros es en general bastante conservador. Tiende a exagerar la filtración neta más que a subestimar. Aun en el supuesto de que la suma recuperada por impuestos sobre los ingresos provenientes de intereses y la suma de ahorros que son gravados con impuestos, donde más fácilmente podría haber una sobrestimación, fuesen exagerados en un 25 por ciento, la filtración neta solamente habría aumentado a 1,400 millones de dólares. Estas cifras aun justifican la conclusión de que la disminución progresiva en la corriente de ingresos, como consecuencia de los efectos redistributivos del servicio de la deuda, no es un problema de gran importancia.

Redistribución del ingreso.—Hasta aquí se ha examinado el efecto que probablemente tengan sobre el ingreso nacional en su conjunto los impuestos y los pagos de intereses que originará la mayor deuda. No se ha visto aún en detalle la forma en que esos impuestos y pagos de intereses afectarán a los individuos que están situados en determinadas categorías de ingresos. Para hacerlo, sería preciso comparar los intereses recibidos por cada grupo de ingresos con los impuestos que pagaría el mismo grupo por concepto de servicio de la deuda.

Sin embargo, para efectuar semejante estimación sería menester conocer con bastante exactitud la propiedad de la deuda federal por clases de ingresos y la repercusión de los impuestos, datos de que no se dispone. Basándose en cálculos que tienen en cuenta el probable aumento de las disponibilidades en efectivo en varios niveles de ingresos, así como el volumen de valores de baja denominación en circulación, puede suponerse muy aproximadamente que los individuos con ingresos inferiores a 5,000 dólares al año tendrán en su poder de 25,000 a 30,000 millones de dólares en valores del gobierno, en su mayoría bonos de la serie "E". Si conservan estos

EL TRIMESTRE ECONOMICO

últimos hasta que venzan, con un interés de 2.9 por ciento, puede suponerse un rendimiento medio de 2.7 por ciento para todos los valores del gobierno en poder de esos grupos más bajos, lo que representaría para los tenedores un ingreso de 750 millones de dólares por concepto de intereses. Contra esta cantidad puede calcularse que con la estructura impositiva de la postguerra que se supone y con un ingreso nacional de 140,000 millones de dólares, los individuos con ingresos superiores a 5,000 dólares por año contribuirían con 2,500-3,000 millones al financiamiento del servicio anual de intereses de la deuda federal.⁴ En consecuencia, el servicio de la deuda podría costar a los individuos comprendidos en esos grupos alrededor de 2,000 millones. Si en los años siguientes a 1948 ocurre una importante amortización de los bonos "E", la pérdida para los grupos de ingresos citados será probablemente superior.⁵

En el cuadro II se expone un cálculo más detallado del monto de impuestos que gravitará sobre los individuos a causa de la deuda, con la estructura de impuestos de postguerra que se supone; se indica también la suma que los tenedores de bonos "E" con ingresos anuales superiores a 10,000 dólares necesitarían para compensar el costo del impuesto.

Sobre la base de las cifras del cuadro encontramos que si un individuo con un ingreso anual de 4,000 dólares antes de pagar impuestos se hubiese puesto a comprar bonos "E" al principio de la guerra, durante los seis años siguientes, en forma tal que los intereses compensaran los futuros impuestos que tendría que pagar por la deuda, que ascenderán a 131 dólares en 1948, habría tenido que ahorrar para este objeto alrededor de la cuarta parte de su ingreso antes de pagar impuestos. Un individuo con un ingreso de 8,000

⁴ Respecto a los supuestos en que se basa este cálculo, véanse las notas del cuadro II en la página que sigue.

⁵ Debe notarse que si se supusieran tasas de impuestos más elevadas que las supuestas, el cálculo no se modificaría, siempre y cuando la distribución de la carga impositiva fuera proporcionalmente la misma.

DEUDA PUBLICA E INGRESO NACIONAL

CUADRO II
CONTRIBUCION DE LOS IMPUESTOS AL SERVICIO DE LA DEUDA
EN EL SISTEMA IMPOSITIVO SUPUESTO PARA
LA POSTGUERRA ^a

<i>Ingreso ganado, antes de pagar el impuesto ^b</i>	<i>Impuesto personal sobre la renta ^c</i>	<i>Otros impuestos ^d</i>	<i>Total de impuestos pagados con ingresos ganados</i>	<i>Contribución neta al servicio de la deuda con ingresos ganados ^e</i>	<i>Cantidad de bonos "E" que sería necesaria ^f</i>
1,000	0	40	40	11	480
2,000	0	80	80	23	720
4,000	288	170	458	131	5,650
6,000	673	270	943	269	11,890
8,000	1,110	380	1,490	425	19,800
10,000	1,612	545	2,175	615	30,300

^a Sobre los pormenores de este sistema, véase el artículo citado de R. A. Musgrave.

^b Ingreso bruto antes de la exención; excluye la apreciación de los bonos de ahorro en poder de los beneficiarios.

^c Exención de 2,400 dólares anuales para un matrimonio y dos personas dependientes. Deducción del 10 por ciento del ingreso bruto percibido después de la exención.

^d Los impuestos que no son sobre la renta se han considerado en la forma siguiente: los impuestos sobre el consumo más el 50 por ciento del que grava a las sociedades mercantiles se distribuyen de acuerdo con la propensión media al consumo de cada nivel de ingresos; el 50 por ciento restante se distribuye en proporción al dividendo percibido. Se considera una pequeña porción para impuestos sobre donaciones y sucesiones.

^e Se supone que es el 28.5 por ciento de los impuestos que gravan a los individuos, pues esta es la proporción de las recaudaciones totales por impuestos (20,000 millones antes de los impuestos sobre nóminas, con un ingreso nacional de 140,000 millones de dólares) que será absorbida por los 5,700 millones de servicio de la deuda. Si la carga fiscal fuera mayor, pero igualmente distribuída, las cifras no variarían.

^f A precio de costo. La cantidad de bonos "E" necesaria se calcula de manera que el ingreso derivable de ellos sea igual a la contribución que se hace al servicio de la deuda con otros ingresos más el impuesto adicional sobre los ingresos ocasionados por este ingreso adicional. Se supone un rendimiento medio anual de 2.9 por ciento hasta el vencimiento, y se supone también, para fines ilustrativos, que los tenedores ganan ingresos por intereses a esa tasa, sobre su pago de impuestos.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

dólares anuales necesitaría efectuar ahorros adicionales del 40 por ciento. Estas cifras de ahorros son muy impresionantes y probablemente exceden de lo que el término medio de los individuos ha sido capaz de realizar ante los altos impuestos de tiempo de guerra. Aun más, las cifras suponen que los contribuyentes están en condiciones de tener esposa y dos personas dependientes de ellos; de otra manera su carga impositiva sería mayor.⁶

El cuadro muestra también que una persona con un ingreso de 2,000 dólares por año contribuye relativamente poco al financiamiento de la deuda y que podría adquirir una cantidad conveniente de bonos (u otros valores de rendimiento semejante) ahorrando menos del 10% de su ingreso durante un período de seis años. Puede suceder que después de la guerra numerosas personas en esta clase tengan que protegerse de esta manera contra la carga de la deuda pública. La situación sería aun más difícil para la gente en el grupo de 1,000 dólares. Pero no se puede confiar demasiado en estos datos debido a que el cálculo de la carga impositiva que gravita sobre los grupos inferiores, que consiste principalmente en impuestos sobre el consumo y de la mitad de los impuestos pagados por las empresas que se estima repercutan sobre el consumidor es un cálculo muy aproximado.

Hablando en términos generales, las consecuencias de estos cálculos deben ser juzgadas con reserva. En primer lugar, las tenencias de obligaciones gubernamentales de los contribuyentes no indican necesariamente el grado de su participación en la propiedad de la

⁶ Importa distinguir entre el efecto que tiene sobre los ingresos individuales una deuda ya existente, que se examina arriba, y el producido por la creación de una deuda. Un individuo puede haber disfrutado de un ingreso elevado y hecho cuantiosos ahorros a consecuencia de los gastos de guerra financiados por medio de deuda, pero puede haber invertido sus ahorros en disponibilidades distintas de bonos del gobierno. En tal caso, es evidente que le habrá beneficiado la creación de la deuda, aunque no recibirá ningún interés sobre ella para compensar su mayor obligación tributaria.

DEUDA PUBLICA E INGRESO NACIONAL

deuda pública. A través de los depósitos a la vista y de ahorro, las pólizas de seguro y los saldos en efectivo, se puede tener una participación indirecta y en algunos casos un ingreso indirecto proveniente de la deuda. La complejidad progresiva de estas ramificaciones desanima cualquier intento de seguir las, pero es necesario reconocer su existencia.⁷

En segundo lugar, no estamos necesariamente justificados al afirmar, como lo hicimos al estimar la cantidad con la que los contribuyentes participan en el servicio de la deuda, que este servicio resta igual por ciento a cada dólar de impuesto pagado por los habitantes del país. En otras palabras, no se deduce que porque el servicio de la deuda se cubre con un 28.5 por ciento de todos los impuestos debe aceptarse que 28.5 por ciento de los impuestos pagados por todas las gentes son atribuibles a la deuda. Si ésta se refinanciara sin interés, es poco probable que después de las luchas surgidas en el Congreso, la comunidad encontrase que su carga impositiva se había reducido en 28.5 por ciento. Igualmente, es evidente que el alza en la carga impositiva que se relaciona con el aumento en el servicio de la deuda (y otros varios renglones del presupuesto) desde 1939 no ha guardado la misma proporción para los diferentes grupos de ingresos.⁸

No existe, de hecho, una forma precisa para determinar qué parte de las disponibilidades de los contribuyentes es atribuible al servicio de la deuda. Más aún, debiera recalcarse que muchas de las estadísticas presentadas en esta sección son provisionales, por lo que deben sujetarse a investigaciones posteriores antes de que se deduzcan con seguridad importantes conclusiones para la política económica.

⁷ Por ejemplo, los tenedores de depósitos a la vista obtienen una especie de ingreso negativo de la relativa ausencia de cobros por servicio que la gran tenencia de bonos por los bancos hace posible.

⁸ Desde luego que no se insinúa que ésta habría sido una distribución justa; para algunos grupos de ingresos habría elevado los impuestos por encima del 100 por ciento.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

Efectos de los impuestos.—La filtración de 900 millones mencionada antes significa que las inversiones tendrán que ser mayores en esta cifra de lo que hubiesen sido necesarias en otras condiciones para alcanzar determinado nivel de ingresos y ocupación. Teniendo en cuenta los efectos secundarios, si no surge la inversión adicional y el vacío consiguiente no se llena con los gastos del gobierno, los ingresos disminuirán quizá por dos veces la filtración.

Además de este efecto moderado originado por la redistribución del ingreso, deben considerarse los efectos suscitados por la carga del impuesto adicional. En repetidas ocasiones se ha mencionado la forma como se desalientan las inversiones a causa de los impuestos, y la mayoría de las nuevas proposiciones para implantar impuestos están encaminadas a disminuir esta influencia, atendiendo en parte al carácter y nivel de los impuestos y en parte permitiendo una compensación más completa de ganancias y pérdidas. Aceptando que pueden mejorarse las actuales leyes impositivas de Estados Unidos, sigue siendo dudoso si aun un sistema perfecto de pérdidas compensadas neutralizaría completamente los efectos adversos que los impuestos tienen sobre los riesgos, siempre que prevalezca el afán de lucro. Aunque sus inversiones permanezcan inmutables, el inversionista cada vez más afectado por los impuestos encuentra que invierte su dinero para obtener ingresos cada vez más pequeños, aunque no inciertos. Por lo tanto, el inversionista es llevado progresivamente a aplazar el gasto de sus fondos en espera de mejor oportunidad. Inevitablemente las inversiones en su conjunto se reducirán.

Por otra parte, cuando el prestigio y la posición competitiva desempeñan un papel más importante que el afán de lucro, como a menudo sucede con las inversiones de las sociedades y de los individuos adinerados, una tasa alta de impuestos, acompañada de una compensación adecuada de las pérdidas, puede incluso estimular la inversión más allá de lo que ésta sería en ausencia de impuestos.

DEUDA PUBLICA E INGRESO NACIONAL

La reducción en el monto de las posibles pérdidas, en estos casos, es más importante que la posible ganancia.

Un punto importante que no siempre se recalca suficientemente es el efecto que el impuesto sobre las sociedades mercantiles —en particular el de las empresas menores— tiene sobre la liquidez. En determinadas condiciones esto puede aumentar en tal forma los riesgos como para constituir un factor más importante para detener las nuevas inversiones que la reducción de las posibles utilidades.

Todos estos efectos son cualitativos, no sujetos ni aun a una medición aproximada; sin embargo, pueden ser considerados en una política impositiva adecuada. Otra posible consecuencia de la deuda, que frecuentemente ha sido discutida, es el desaliento que se provoca por las tasas relativamente altas sobre los ingresos marginales. Si un individuo percibe una parte importante de sus ingresos por concepto de interés proveniente de valores del gobierno y si los ingresos que percibe son mermados en gran parte por el impuesto sobre la renta, preferirá dedicar menos tiempo al trabajo a costa de sacrificar su ingreso percibido. Puesto que al nivel actual de la deuda los ingresos derivados del interés de la misma son despreciables para la mayoría de la gente, el efecto de reducción de esfuerzo de los impuestos recaudados en virtud de las deudas es probablemente pequeño.

Los acreedores del gobierno

Algunos de los grupos principales de tenedores de valores de la deuda pública presentan características diferentes que vale la pena comentar. Los grupos que interesa destacar son: 1) tenencias de los bancos comerciales; 2) valores en poder de individuos, y 3) valores en poder de las compañías de seguros. Estos tres grupos poseen conjuntamente el 70 por ciento de los bonos de la deuda estimada para la postguerra y perciben el 74 por ciento de su servicio.

Bancos comerciales.—El aspecto más importante de los 107,000

EL TRIMESTRE ECONOMICO

millones de dólares en valores del gobierno que tendrán en su poder los bancos comerciales para 1948 es el enorme volumen de dinero que así se creará. Si el cálculo es aproximadamente correcto, el volumen de depósitos a la vista y moneda en circulación será superior a 130,000 millones de dólares, que representaría un incremento de cerca de 100,000 millones de dólares respecto a la cifra de 1939. Puesto que el ingreso nacional se calculó en 140,000 millones de dólares, o sea poco más del doble de su nivel en 1939, la oferta monetaria sería casi 60,000 millones superior a la relación que existía en 1939. Aun en aquel año, la oferta monetaria se consideró excesiva en relación con las necesidades de los negocios; en 1948, el exceso será enorme.

Hay poca esperanza de anular siquiera una pequeña fracción de este exceso. Para lograrlo sería necesario inducir a los bancos, por medio de la restricción del crédito, a vender al público parte de sus existencias de bonos, cancelando en esta forma sus depósitos. En vista de su gran liquidez, los inversionistas probablemente desearán absorber determinado volumen de valores, sobre todo si la vuelta a condiciones más estables hace menos deseable poseer grandes existencias de efectivo. Sin embargo, no es probable que más de una pequeña porción de los valores en poder de los bancos pueda colocarse en esta forma, a menos que la restricción del crédito sea suficientemente severa para elevar muy considerablemente las tasas de interés. Semejante política probablemente no sería viable por razones de administración de la deuda, tanto como por cuestiones de carácter más general.⁹

Haciendo a un lado estas medidas, la única manera de eliminar el exceso de oferta monetaria, sería "adaptarse a su monto", proceso que, no obstante un nivel constante de precios, tomaría varias décadas aun si se evitaran los déficit gubernamentales financiados por los bancos. Sin embargo, una oferta monetaria superior a las necesi-

⁹ Véase Roland I. Robinson, "Monetary Aspects of the Public Debt", en *Public Finance and Full Employment*.

DEUDA PUBLICA E INGRESO NACIONAL

dades no es necesariamente un daño irreparable. Sus aspectos inflacionarios son, desde luego, un peligro evidente, pero la década de los treinta enseñó que si una alta liquidez *permite* la inflación y la puede acelerar, por sí misma no la *provoca*, a menos que otros elementos, especialmente un excesivo volumen de inversiones, impulsen el proceso expansivo. A falta de tales factores, es más probable que la alta liquidez de postguerra actúe en la economía como un estímulo benigno permanente, facilitando el camino para la ocupación plena. Será un factor importante para conservar las tasas de interés a un bajo nivel. Si se pueden controlar los brotes transitorios de inversiones excesivas, la gran oferta monetaria de postguerra podrá convertirse en una ventaja neta.

En cuanto a la filtración parcial del ingreso originada por los cuantiosos intereses pagados a los bancos, es necesario señalar que es la consecuencia inevitable de la gran actividad de los negocios, no importa donde se produzca el auge provocado por los gastos del gobierno o por la empresa privada. El alto grado de actividad económica requiere un gran volumen de oferta monetaria. Si el gobierno, en los años recientes, no hubiera obtenido este dinero a través de préstamos de los bancos, los negocios se habrían encontrado con reducidos saldos en efectivo y se habrían visto obligados a solicitar préstamos en gran escala. Muy probablemente el grado de expansión crediticia habría sido inferior al que actualmente afronta Estados Unidos, pero las tasas de interés sobre los préstamos comerciales son más altas que los intereses que rinden los valores del gobierno, y las ganancias de los bancos, como consecuencia de los préstamos otorgados a los negociantes, podrían haber continuado aun más altas de lo que probablemente lleguen a ser a resultas de los préstamos solicitados por el gobierno.

El gran volumen de valores gubernamentales en poder de los bancos coloca a éstos en una seria situación. Como los intereses percibidos de los bonos del gobierno son cerca de 1,700 millones de dólares, probablemente más de la mitad de sus ingresos de 1948

EL TRIMESTRE ECONOMICO

provendrá de esta fuente. A diferencia de otras empresas desarrolladas en la guerra, el incremento de sus utilidades será tal vez permanente. ¿Qué significa esto para los bancos?

Por una parte, podría ser conveniente un período en que las utilidades de los bancos fueran anormalmente elevadas, porque la acumulación de reservas resultante, probablemente bien superior a 600 millones anuales, les permitiría vigorizar sus mermadas proporciones de capital. Esto, a su vez, probablemente aumentaría su disposición a hacer préstamos más aventurados y a asumir riesgos que se evitarían si su proporción de capital fuera más débil. Es concebible que el aumento en el crédito para la producción compensaría con creces la filtración resultante de la acumulación de reservas. Sin embargo, éste es un asunto sobre el cual no se puede hacer una predicción exacta.

Por otra parte, los bancos se percatan cada vez más de que si más de la mitad de sus ingresos proviene de bonos del gobierno, pueden encontrarse en una situación política precaria. No sólo quienes critican a los bancos, sino también sus partidarios, han pensado seriamente en posibles métodos de limitar sus ganancias como una forma de proteger a los bancos contra los ataques políticos y, además, para reducir la filtración parcial de la corriente de ingresos. El problema de la corriente de ingresos podría resolverse, en parte, pagando dividendos más altos, pero esta solución sólo agravaría el problema político. La elevación de los sueldos bajos, aumentando así los gastos de operación de los bancos, podría significar una medida adecuada en más de un aspecto, aun cuando no resolvería el problema a fondo. La reducción en el pago de servicios contribuiría también a su solución. Podrían, además, aumentarse los gastos elevando la tasa de interés sobre los depósitos a plazo.

Sin embargo, ninguna de estas proposiciones llega a la médula del problema, que radica en el hecho de que los bancos perciben la mayor parte de su ingreso de los contribuyentes al fisco. Se podría lograr una reducción moderada en estos ingresos si la política de la

DEUDA PUBLICA E INGRESO NACIONAL

Reserva Federal indujera a los bancos a vender al público parte de sus existencias de valores; pero, como se dijo, no puede esperarse demasiado de este medio. Para limitar con mayor eficacia las ganancias de los bancos, se ha sugerido que cuando las sociedades mercantiles queden eximidas del pago del impuesto por exceso de ganancias, debería aplicarse a los bancos un impuesto especial de este tipo. Aun cuando actualmente la mayoría de los bancos escasamente alcanzan a tener un exceso de utilidades, un gran número de ellos podría encontrarse en esa situación si su cartera de valores del gobierno continúa aumentando. Por lo tanto, un impuesto como el mencionado, en general, no disminuiría las ganancias de los bancos a un nivel inferior al corriente, pero les evitaría llegar a un nivel todavía más alto. Por supuesto que las tasas y las exenciones podrían ajustarse para lograr cualquier resultado que se considere deseable, pero la principal objeción a esta idea sería la poca aceptación que tendría, en más de un aspecto, singularizar ciertas industrias individuales para aplicarles el impuesto. Sin embargo, esta objeción no es válida para los impuestos sobre el consumo que graven determinadas industrias; podría ser, por lo tanto, factible un impuesto sobre el consumo, en vez de un impuesto al exceso de utilidades.

Otra posibilidad que se ha sugerido es la congelación de determinado volumen de la deuda a interés muy bajo en poder de los bancos, exigiendo una proporción de reserva contra las tenencias de bonos.¹⁰ Al obligar a los bancos a poseer una determinada proporción entre valores del gobierno y depósitos, se permitiría a la Tesorería reducir las utilidades de los bancos, cambiando parte de sus existencias de bonos por documentos que rindieran sólo una tasa de interés nominal. Esto también ayudaría a resolver algunos de los problemas de la administración de la deuda. La dificultad prin-

¹⁰ Véase, por ejemplo, Lawrence Seltzer, "The Problem of Our Excessive Banking Reserves", *Journal of the American Statistical Association*, marzo de 1940, pp. 24-36.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

cial radicaría en la distribución desigual de la deuda pública en poder de los bancos, lo que dificultaría fijar una proporción de reserva contra bonos suficientemente alta para lograr el fin deseado sin obligar a algunos bancos a liquidar parte de su cartera. Probablemente se consideraría poco equitativo fijar las proporciones de reserva sobre la base de las tenencias actuales. Otra objeción, quizá la más importante, es que el espectáculo que se tendría cuando un grupo de tenedores se vea privado de su libertad de disponer de sus valores daría la apariencia de intromisión en el crédito público, algo que a toda costa debe evitarse.

Aun otra forma de eliminar parcialmente a los bancos de la nómina del gobierno sería permitiendo que el Sistema de la Reserva Federal comprara una cantidad adecuada de los valores y devolviera el interés a la Tesorería. Alternativamente, el mismo efecto se lograría en un corto período de años sencillamente refinanciando, a través de la Reserva Federal, todas las emisiones que venzan. El exceso de reserva resultante en los bancos asociados tendría que absorberse por medio de proporciones más altas de reserva en efectivo. Sin embargo, esta operación alcanzaría enormes proporciones y si ninguno de los otros procedimientos es adoptado para reducir las ganancias de los bancos, podría alcanzarse el punto en que las reservas excedieran del 50 por ciento de los depósitos a plazo y a la vista. Un sistema bancario cuyas reservas excedieran tan obviamente cualquier exigencia de liquidez quedaría probablemente en una posición políticamente vulnerable.

Finalmente, existe la posibilidad simplemente de restringir las emisiones disponibles a los bancos por medio de valores de muy bajo rendimiento, digamos, letras de Tesorería, dejando a los bancos en libertad de adquirirlas a medida que su cartera venza o de tener excesos de reservas. Por supuesto que esto podría volver a suscitar alguno de los problemas sufridos en la década pasada por el exceso de reservas.

En último caso, el problema de las ganancias excesivas de los

DEUDA PUBLICA E INGRESO NACIONAL

bancos podría, quizá, resolverse por la aplicación conjunta de varios de los métodos mencionados. Intrínsecamente, el problema no es apremiante, pero es importante conocerlo porque las ganancias elevadas exponen a los bancos a peligros políticos.

Individuos.—Los valores del gobierno, fuera de los bonos “E” acumulados por los individuos, aunque se estiman en 41,000 millones para 1948, constituirán sólo una adición relativamente pequeña al gran volumen de valores ya en poder de los individuos más o menos bien acomodados, y no ofrecerán problema particular. Por otra parte, los 33,000 millones de dólares en bonos “E” presentan una situación completamente nueva: por vez primera, un gran número de personas correspondientes a la clase de bajos ingresos se encuentra en la situación de poseedores de valores y, en consecuencia, el gobierno se encuentra en deuda con un grupo de acreedores cuyas reacciones futuras son especialmente difíciles de prever. Aunque la situación ofrece una variedad de características interesantes, enfocaremos la atención en el aspecto de la corriente de ingresos.

Los métodos actuales para calcular los intereses acumulados por estos bonos, estimados en 850 millones para 1948, originan una discrepancia entre el presupuesto en efectivo y el presupuesto contable semejante a la conocida discrepancia originada al constituir los fondos de fideicomiso del seguro social. La Tesorería carga los intereses mensuales acumulados y necesita reunir una cantidad equivalente en impuestos si ha de saldar el presupuesto contable. Como esta cantidad no es pagada a los tenedores de bonos —podría emplearse para redimir otros valores con objeto de compensar el aumento del valor de redención de los bonos “E”— el equilibrio de presupuesto contable saldaría con creces el presupuesto efectivo y crearía una filtración correspondiente.¹¹

¹¹ La filtración se reduce por el pago de intereses acumulados sobre bonos en vías de amortización. Pero no es probable que esto constituya una compensación total, a menos que la amortización resulte ser excepcionalmente cuantiosa.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

Si se equilibra el presupuesto en efectivo en vez del presupuesto contable, la filtración puede evitarse. Sin embargo, con el tiempo el gran volumen de bonos vendidos durante la guerra vencerá, y a menos que la actividad económica sea entonces muy intensa, es dudoso que los intereses acumulados pudieran financiarse con impuestos. Casi inevitablemente los intereses tendrían que fundirse con el principal de los bonos. Esto significaría que los intereses serían pagados por medio de un empréstito.

En el cálculo de la filtración total atribuída al servicio de la deuda, se supone que se recurrirá a algún arbitrio semejante. Podría argumentarse que este supuesto es ilícito, porque si los intereses sobre los bonos "E" pueden conseguirse prestados, ¿por qué no se hace desaparecer la filtración total pidiendo prestado lo suficiente para financiar toda la carga de intereses? Sin embargo, en la práctica el supuesto hecho en este artículo probablemente demostrará tener base. El carácter de los bonos "E", combinado con la distribución de su vencimiento causada por la guerra, es tal que resulta casi irremediable sufrir una filtración, si se recaudan los intereses gradualmente, o resulta necesario pedir prestados los intereses cuando los bonos venzan. Si las condiciones hacen deseable evitar la filtración, se escogerá probablemente el segundo camino.

Sin embargo, cualquiera que sea la resolución, parece claro, cuando menos por el momento, que los bonos de ahorro serán una fuente de expansión neta más que de contracción. Por muchos años hay numerosas razones para esperar que la redención de los bonos por las necesidades de consumo excederá la cantidad pagadera de interés. Si la Tesorería no recauda impuestos contra estos intereses acumulados, el efecto expansionista será aun más grande. Además, se puede esperar que la seguridad que hace sentir la tenencia diferida de bonos inducirá a la comunidad a gastar con más libertad sus ingresos normales. El aumento en los gastos bien podría ser un múltiplo de los intereses pagaderos sobre los bonos.

Hay quien cree que muchas personas que actualmente, y por

DEUDA PUBLICA E INGRESO NACIONAL

primera vez, se han encontrado en posesión de una suma de ahorros bastante grande, habrán adquirido el gusto de ahorrar y que en los próximos años posiblemente ahorrarán más. No hay duda que lo anterior puede ser cierto en algunos casos, pero parece improbable que se convierta en regla. En cierta forma, el resultado dependerá de si se mantiene el sistema de deducción de impuestos de las nóminas. En tanto que la amenaza de la inflación persista, deben hacerse esfuerzos por mantener el sistema de deducción de las nóminas. Si aparecen tendencias a la deflación sería conveniente suprimirlo. Consideraciones semejantes son válidas en cuanto a la amortización de los bonos, esto es, la venta continuada de este tipo de obligaciones y el ofrecimiento de facilidades para convertir los bonos vencidos en nuevos.

Debe considerarse también la posibilidad de ofrecer la consolidación de las complicadas carteras que numerosos tenedores están acumulando, formadas por bonos que vencen a intervalos semanales o mensuales. La facilidad con que pueden convertirse estas carteras en efectivo reforzará los gastos para consumo. Su vencimiento escalonado puede tener el mismo resultado, una vez que el punto se alcance. La consolidación de los bonos en un solo valor, tomando en cuenta el plazo de cada uno de los bonos individuales, podría utilizarse como un medio de desalentar los gastos en consumo.

Sin embargo, bajo la depresión el carácter estimulante del consumo que tienen los actuales bonos sería una ventaja. Se puede considerar que aun debería aumentarse su liquidez permitiendo que fueran utilizados como colateral para obtener préstamos de los bancos. Aun más, la Tesorería podría ofrecer la amortización de todos los bonos a un precio que permitiera a los tenedores obtener un rendimiento de 2.9 por ciento, igual al rendimiento estipulado al vencimiento de los bonos. Estos precios serían un poco superiores al valor normal de amortización, puesto que el rendimiento medio de 2.9 por ciento se alcanza sólo durante el último año. Una

EL TRIMESTRE ECONOMICO

oferta de esta clase probablemente estimularía la amortización y, en consecuencia, el consumo.

Compañías de seguros.—Desde un punto de vista conservador, en el cuadro de la p. 675 se han clasificado como ahorros todos los intereses percibidos por las compañías de seguros, considerándose que nada agregan a la demanda de bienes y servicios. Sin embargo, probablemente una parte de los intereses debería considerarse como que retorna indirectamente a la corriente de ingresos a través de los pagos que constantemente están haciendo las compañías a los tenedores de pólizas.¹² Aun más, si las compañías no hubieran tenido valores del gobierno, probablemente serían propietarias de otras disponibilidades que les proporcionarían utilidades y podrían ahorrar la misma proporción.¹³ En el caso de que hubieran tropezado con fuertes obstáculos para obtener estas disponibilidades y, por tanto, no obtuvieran un ingreso equivalente, las compañías se habrían visto forzadas a elevar sus primas o reducir sus dividendos. En este caso, los tenedores de pólizas tendrían que ahorrar más para pagar el aumento en la prima de seguro, y probablemente

¹² La mejor forma de abordar el problema sería probablemente considerando que se ahorra la mayor parte del interés recibido, pero deduciendo las acumulaciones de interés anterior que se esté pagando en la actualidad. En tal caso, los ahorros derivados de intereses serían mucho menores de lo que indican los supuestos pesimistas que se hacen arriba, pero quedaría por investigar qué parte de los pagos que hacen las compañías sobre pólizas vencidas es ahorrada por los tenedores de éstas. Sin embargo, estadísticamente este método sería muy incierto, y podría dudarse de su justificación debido a que no hay relación directa entre los ingresos corrientes que perciben las compañías en concepto de intereses sobre la deuda gubernamental y sus pagos de intereses acumulados.

¹³ Una gran parte de las disponibilidades alternativas que las compañías podrían haber adquirido en ausencia de deuda, habrían sido adquiridas en competencia con los demás inversionistas, caso en el cual los ingresos y los ahorros de éstos habrían sido más bajos de lo que serían de otro modo. En otros términos, el ahorro sería más pequeño *en alguna parte* de la economía; en qué medida sería menor es cosa que depende de los impuestos y de los hábitos de ahorro de los inversionistas cuyos valores habrían sido adquiridos en competencia con otros compradores.

DEUDA PUBLICA E INGRESO NACIONAL

reducirían sus gastos en consumo, a menos que decidieran tomar un seguro más pequeño. Entonces surgiría una nueva fuente de ahorro y una nueva filtración de la corriente de ingresos, que compensaría sólo en parte la menor acumulación de las compañías realizada con sus ganancias provenientes de inversiones. En este punto, la deuda pública no puede considerarse como la *causa* del ahorro, aunque los ahorros estén técnicamente formados por los intereses provenientes de los bonos del gobierno.

Posiblemente la influencia que tienen las compañías de seguros sobre las inversiones sea más importante que el problema de los intereses y los ahorros. Mientras las compañías de seguros de vida puedan comprar cantidades ilimitadas de bonos de la Tesorería al $2\frac{1}{2}$ por ciento, sólo ocasionalmente rebasarán los límites del mercado de bonos impulsados por la necesidad de obtener recompensas superiores al $2\frac{3}{4}$ o al 3 por ciento. Parece lógico que en un momento en que Estados Unidos tenga urgencia de encontrar medios para convertir sus ahorros en inversiones, las instituciones que administran el fondo más grande de ahorros nacionales sean incitadas a cooperar en la forma más completa compatible con la seguridad de sus disponibilidades. Por un lado, significa aumentar el número de disponibilidades legales de las compañías de seguros de vida y, por otro, limitar un poco la fácil alternativa de comprar obligaciones del gobierno.

(Continuará)