

Apuntes sobre el Déficit Fiscal de los Estados Unidos y el Futuro del Dólar – Parte 1

Por Daniel Munevar

A lo largo de la última década, una buena parte de la discusión académica en la arena económica se concentró en el tópico del creciente déficit de cuenta corriente de los Estados Unidos y sus implicaciones en la configuración global de excedentes comerciales y patrones de crecimiento económico. El contexto internacional durante este periodo estuvo caracterizado por 3 dinámicas interconectadas.

La primera fue la consistente expansión del déficit de cuenta corriente de los Estados Unidos hasta alcanzar un record histórico de 5.9% del PIB en el último cuarto del año 2006. En términos globales esto significó que para el año 2008, Estados Unidos atrajo el 43% de los flujos globales de capital. La contraparte de este fenómeno fue el incremento de los superávits comerciales de China, por un lado, y de los países exportadores de petróleo por el otro. Dichos países exportaron el 52.6% de los flujos totales de capital en el 2008 (IMF 2009: 167).

En segundo lugar está la acumulación masiva de reservas internacionales por parte de los países superavitarios. Así, las reservas internacionales de China se quintuplicaron durante los últimos 5 años, pasando de 410 millardos de dólares en el 2003 a 2134 millardos de dólares a finales del 2008. En el caso de los países exportadores de petróleo, el incremento fue de una cuantía similar, al pasar de 290 millardos de dólares a 1480 millardos durante el mismo periodo (IMF 2009b: 214).

El tercer elemento fue el constante declive del valor del dólar a lo largo de la década. En la medida en que la recuperación económica de la recesión del año 2001 tuvo lugar en los Estados Unidos, el dólar experimentó una depreciación nominal cercana al 30% entre el año 2002 y el segundo cuarto del 2008 (IMF 2009: 169).

Tomados en conjunto estos elementos llevaron a diferentes observadores a apuntar que una crisis de financiamiento del déficit de cuenta corriente americano era cuestión de tiempo (Cline 2005). El argumento clave de dicha posición se basaba en la percepción que la creciente dependencia de los Estados Unidos para financiar un déficit en crecimiento de un grupo cada vez más reducido de acreedores forzaría a estos últimos a emprender un proceso de diversificación de su portafolio de inversiones con el objetivo de reducir su exposición al dólar americano. En un contexto caracterizado por la caída del valor de dicha moneda, la reducción en la demanda de activos denominados en dólares causaría un incremento en las tasas de interés requeridas por los inversores internacionales para compensar por el incremento en el riesgo percibido. El alza en las tasas de interés tendría a su vez un efecto devastador sobre las necesidades de financiamiento norteamericanas, al incrementar los recursos requeridos para rembolsar los recursos recibidos del exterior dando lugar así a un esquema ponzi a nivel internacional. En el mismo, la capacidad de los Estados Unidos de refinanciar su deuda, manteniendo el dólar como moneda de referencia del sistema financiero internacional, pasaría a depender de la voluntad de sus acreedores, fundamentalmente China, de seguir

adquiriendo activos denominados en dólares.

De esta forma, mientras el grueso de la atención de los principales organismos financieros internacionales se concentro en el seguimiento de la evolución de los balances de cuenta corriente globales, así como en los efectos inflacionarios del prolongado ciclo económico, como las principales amenazas para la economía global en el mediano plazo, los peligros asociados con la masiva expansión de derivados financieros en las economías desarrolladas paso largamente desapercibido¹.

A medida que la situación económica en los Estados Unidos procedía a deteriorarse, con el sucesivo colapso de diferentes instituciones financieras, la atención rápidamente se desplazo al congelamiento de los mercados de crédito internacional dejando de lado el tema de los balances macroeconómicos globales. Solo es en el contexto de la aparente estabilización de los mercados financieros y las primeras señales de recuperación económica que en la reciente reunión del G-20 en Pittsburg, paralela a la Asamblea General de la ONU, que dicho tema volvió a ser incluido en la agenda de discusión (Munchau 2009).

Sin embargo la discusión actual tiene un tono ligeramente diferente. Mientras que en el periodo previo a la crisis financiera el foco de preocupación era el deterioro de la posición neta de inversiones de los Estados Unidos, en el contexto actual el centro de atención es el masivo incremento del déficit fiscal norteamericano y sus implicaciones para el sostenibilidad fiscal en el mediano y largo plazo así como para el valor del dólar.

El argumento en este caso sigue líneas similares al expuesto anteriormente. La masiva emisión de bonos del tesoro de los Estados Unidos requerida para financiar el déficit proyectado a lo largo de la próxima década, causaría una caída de sus precios y por ende un alza en sus rendimientos, en la medida en que inversores internacionales perciban que la solvencia del fisco norteamericano se encuentra en entredicho. A su vez, el alza en las tasas de interés deterioraría aun mas la precaria situación fiscal creando un circulo vicioso que eventualmente terminaría con la declaración de insolvencia de los Estados Unidos y el fin del dominio del dólar en la economía internacional.

Este documento tiene como objetivo analizar la validez de este argumento. La tesis detrás del mismo es que los temores sobre una crisis fiscal en los Estados Unidos en el mediano y largo plazo son largamente infundados. Si bien el incremento masivo del déficit fiscal llevara la deuda publica nacional norteamericana a niveles no observados desde la Segunda Guerra Mundial, esto ocurre en un contexto caracterizado por la caída generalizada del consumo e inversión privadas. Tal y como lo ha demostrado la experiencia japonesa durante las 2 ultimas décadas, un incremento significativo de la deuda publica en este tipo de contexto, no conlleva necesariamente a un alza en las tasas de interés o inflación, en la medida en que el gasto deficitario del gobierno es el elemento

¹ Tanto el FMI como el Banco Mundial continuaron subestimando el impacto del colapso del sector de la vivienda en los Estados Unidos como una amenaza menor en sus reportes anuales hasta el año 2007. Con la excepción del BIS ningún otro organismo internacional prendió las alarmas respecto a los riesgos de la burbuja sub-prime. (Ver IMF 2007; World Bank 2007:8; Tett 2009: 152-155)

clave que impide un escenario recesivo en la economía y que por ende permite la acumulación de excedentes en el sector privado.

El trabajo esta organizado de la siguiente forma. En la primera sección se analiza la evolución del déficit fiscal de los Estados Unidos, así como de la deuda publica de dicho país, desde una perspectiva histórica. En la segunda sección se resaltan las similitudes entre la situación actual que enfrenta la economía norteamericana y la economía japonesa después del colapso de la burbuja inmobiliaria en esta economía a finales de los años ochenta. En la tercera y ultima sección, se estudia como los cambios estructurales que están teniendo lugar en la economía norteamericana producto de la crisis financiera transfiguran el esquema de financiamiento del déficit fiscal norteamericano, y las implicaciones de esta transformación para el dólar.

1. El Déficit Fiscal de los Estados Unidos en Perspectiva

De acuerdo a las proyecciones del Congressional Budget Office (CBO), el déficit fiscal de los Estados Unidos para el año 2009 representara un record histórico en el periodo de posguerra, alcanzando la marca 11.2% del PIB (CBO 2009: 2). En el único periodo histórico en el cual el país registro déficit mayores a esta cifra, fue en el contexto del esfuerzo bélico de la Segunda Guerra Mundial, en el cual el país tuvo como promedio un déficit del 22% del PIB, entre 1941 y 1945.

Tabla 1 - Proyecciones Oficiales del Presupuesto Fiscal y Deuda Publica de los Estados Unidos

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Total 2010- 2019
Ingresos	2524	2100	2254	2717	3010	3221	3403	3577	3737	3808	4081	4250	34177
Gastos	2983	3688	3644	3638	3600	3759	3961	4135	4358	4534	4703	4982	41314
Deficit Fiscal													
Millardos de Dolares	-459	-1,587	-1,381	-921	-590	-538	-558	-558	-620	-626	-622	-722	-7,137
% del PIB	-3.2	-11.2	-9.6	-6.1	-3.7	-3.2	-3.2	-3.1	-3.3	-3.2	-3.1	-3.4	-4.00%
Deuda Publica													
Millardos de Dolares	5,803	7,612	8,868	9,782	10,382	10,870	11,439	11,986	12,58	13,17	13,61	14,32	n.a.
% del PIB	40.8	53.8	61.4	65.2	65.9	65.5	66.0	66.5	67.1	67.5	67.0	67.8	n.a.

Fuente: CBO (2009)

La tabla 1 muestra las proyecciones oficiales para el presupuesto fiscal de los Estados Unidos durante la próxima década. Tres elementos se pueden resaltar de dicha tabla. El primero es el incremento significativo que registra el déficit fiscal en términos absolutos entre los años 2008 y 2009, pasando de 459 millardos de dólares a 1587 millardos de dólares. Este fenómeno se explica, por un lado, por la caída de un 17% de los ingresos (la mayor caída registrada desde 1932), esto es unos 400 millardos de dólares, a consecuencia del menor recaudo de impuestos producto de la crisis. Por otro lado los gastos experimentaron un crecimiento del 24% (el mayor incremento desde 1952).

El incremento en cerca de 700 millardos de dólares en el año se ve explicado en gran parte por los programas asociados a los paquetes de rescate implementados durante la crisis financiera en el 2008. Así, la nacionalización de Fannie Mae y Freddie Mac mas los costos del programa TARP (Troubled Asset Relief Program) representaron un desembolso de 424 millardos de dólares (CBO 2009: 8). A esto se suman 130 billones dólares destinados al programa de estímulo ARRA (American Recovery and Reinvestment Act). Mientras tanto los beneficios para desempleo crecieron en 73 millardos de dólares, a medida que las filas de desempleados han crecido hasta alcanzar a casi el 10% de los trabajadores (CBO 2009: 9). Si bien este incremento es sin duda una buena noticia para los trabajadores, es de notar que representa solo alrededor del 10% del incremento total en los gastos y un 15% del total destinado para los paquetes de rescate del sistema financiero y de estímulo de la economía.

El segundo elemento a resaltar de la Tabla 1, es la progresiva reducción del déficit fiscal a lo largo de la próxima década hasta estabilizarse a partir del año 2012 en alrededor de un 3% del PIB. La significativa reducción del déficit a partir del 2011 esta directamente relacionada con la expiración de los recortes de impuestos implementados por la Administración Bush entre los años 2001 y 2003. En total se espera que de esta forma los impuestos sobre individuos pasen de representar un 6.5% del PIB en el 2009 a un 10.8% en el año 2019, contribuyendo a reducir de esta forma el déficit fiscal (CBO 2009: 14).

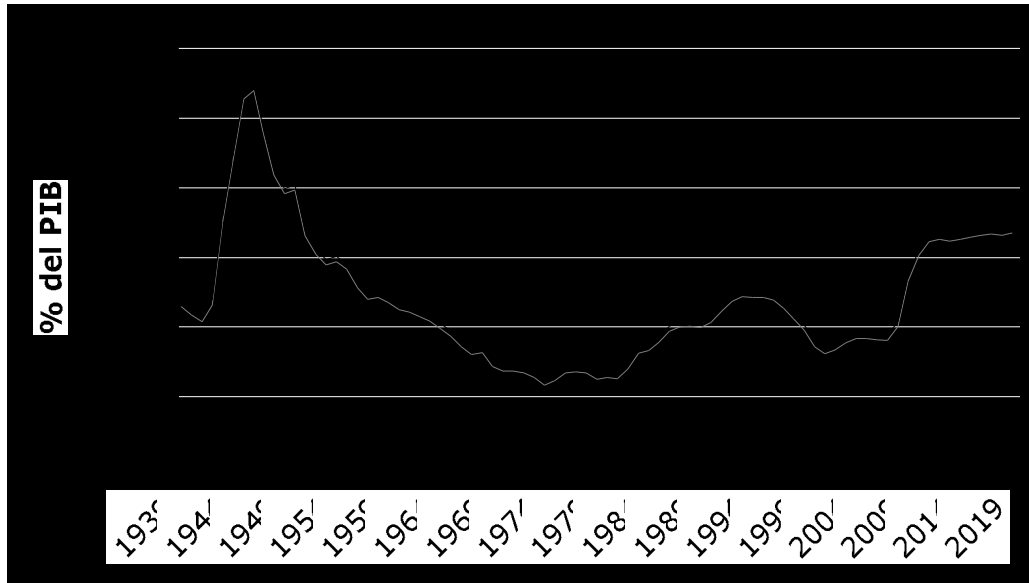
Finalmente en tercer lugar esta el constante incremento de la deuda publica, producto de los déficit fiscales proyectados durante la próxima década. De acuerdo a las proyecciones del CBO, se espera que la deuda en manos del publico pase de 5.8 billones de dólares en el 2008 a 14.3 billones de dólares en el 2019. En términos relativos esto implica que la deuda publica norteamericana equivaldrá a finales de la década, a un 67.8% del PIB.

A primera vista estos niveles de parecerían significativamente altos. Sin embargo solo una perspectiva histórica de la evolución de la deuda publica norteamericana permite poner estas proyecciones en contexto. Como se puede observar en el grafico 1, el incremento proyectado en la deuda publica durante la próxima década es un evento sin precedentes en el periodo de posguerra tanto en términos de velocidad de acumulación de deuda como en cuantías totales. Aun así, los niveles de endeudamiento esperados a finales de esta década están lejos, en términos relativos, del pico alcanzado en 1946 de 108.6% del PIB. Es de resaltar entonces que esta situación no represento un obstáculo significativo para el establecimiento de la hegemonía política, económica y militar de los Estados Unidos en occidente. Dos elementos permiten explicar esta aparente paradoja.

El primero es el hecho que si bien los Estados Unidos redujeron progresivamente el porcentaje de deuda publica en términos de PIB a lo largo de las 2 primeras décadas de posguerra, esto fue logrado en un contexto de incremento del gasto publico y de la deuda en manos del publico: esta paso de 219 millardos de dólares en 1950 a 237 millardos en 1960. La clave entonces radica en que los Estados Unidos nunca han pagado realmente su

deuda. Gracias a un fuerte periodo de crecimiento, el ratio de deuda publica respecto al PIB se vio reducido y la situación fiscal mejoro significativamente (Krugman 2009).

Grafico 1 – Deuda Publica de los Estados Unidos 1939 - 2019²



Fuente: Department of the Treasury, CBO (2009)

El segundo elemento ha sido la voluntad del resto del mundo para financiar a los Estados Unidos a lo largo de 6 décadas de posguerra basada en tres factores. El primero es la percepción de países aliados que los costos de dejar de sostener la posición de poder de los Estados Unidos en el escenario global, sobrepasa los costos de apoyar dicha posición. El segundo factor es la percepción que el poder militar de los Estados Unidos no puede ser desafiado. El tercer factor es el rol de los mercados financieros americanos como refugio de ultima instancia en tiempos de inestabilidad³ (Galbraith and Munevar 2009).

Este papel de refugio en tiempos de crisis de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, se refleja en los gráficos 2 y 3. En el gráfico 2 se muestra la renta de los bonos del Tesoro a 10 años. Allí es posible ver que a pesar de todas las discusiones y comentarios de la prensa especializada, los Estados Unidos emiten hoy en día deuda en los mejores términos observados durante las ultimas décadas, con una tasa que a principios de octubre de 2009 promedia 3.30%⁴. Si se observa bien, esto es equivalente a

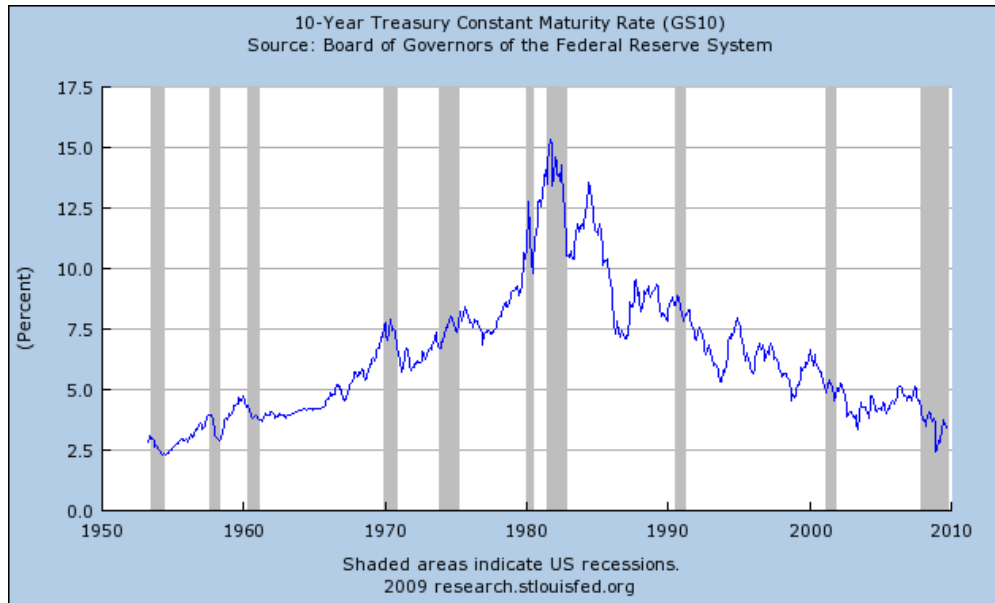
² Los datos al periodo 1939 – 2007 fueron obtenidos del Department of the Treasury and Office of Management and Budget. Los datos del periodo 2008 – 2019 corresponden a las proyecciones del CBO.

³ Los conflictos en Irak y Afganistán han puesto en entredicho las dos primeras premisas. Mientras tanto aunque la crisis puso en duda el carácter libre de riesgo de los mercados financieros americanos, la marcada apreciación del dólar en los momentos mas dramáticos de la crisis pone de relieve que en momentos de estrés los inversores siguen recurriendo al dólar como refugio de ultima instancia.

⁴ En el caso de los bonos del Tesoro a 3 meses, las tasa en octubre de 2009 promedia 0.05%, la mas baja de la historia. Dada la tasa de inflación esto representa rendimientos reales negativos. Ver: <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/DGS3MO?cid=115>

las tasas presentes a finales de los años 50.

Grafico 2 – Tasa de Rendimiento – Bonos del Tesoro de los Estados Unidos a 10 años, 1950 – 2009

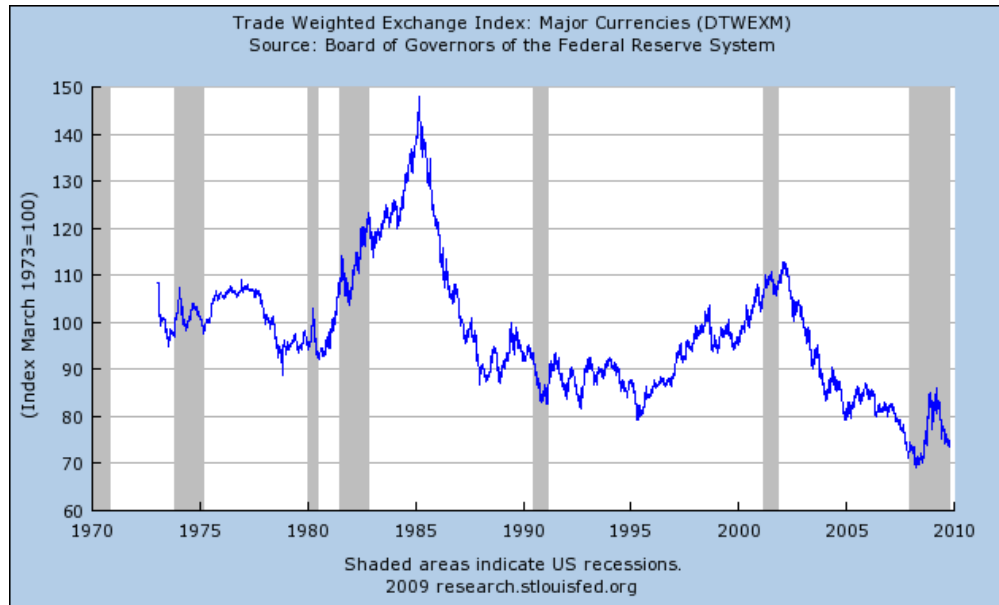


Fuente: Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

Más interesante aun es observar la significativa caída de la tasa de rendimiento en los momentos de pánico de la crisis en las semanas posteriores a la caída de Lehman Brothers. Así, en el último tercio del 2008, el rendimiento de los bonos del Tesoro a 3 meses cayó 153 puntos y los bonos a 10 años cayeron 149 puntos. Lo que demuestra este volátil comportamiento es que ante la falta de alternativas viables, en momentos de crisis los agentes en el mercado recurren invariablemente a los bonos del Tesoro norteamericano para protegerse en momentos de profunda inestabilidad en los mercados, provocando las mencionadas caídas en los rendimientos de dichos instrumentos financieros.

La otra faceta de esta dinámica se ve reflejada en el Grafico 3, donde se muestra la tasa de cambio del dólar contra las monedas de sus principales socios comerciales. En el gráfico se puede ver como la tendencia hacia la depreciación del dólar durante el último ciclo económico global se interrumpe abruptamente para dar paso a una fuerte apreciación del 20.9% entre el tercer cuarto del 2008 y el primer cuarto del 2009, en la medida en que los inversores internacionales redujeron su exposición al riesgo en medio de la crisis para regresar a la seguridad percibida de los activos denominados en dólares americanos.

Grafico 3 – Tasa de Cambio del Dólar 1973 - 2009



Fuente: Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

Un escéptico de estos datos podría apuntar, que por un lado, en la medida en que los mercados han retornado a la normalidad tanto las tasas de interés en los bonos del Tesoro han aumentado como el dólar ha retornado a su tendencia de largo plazo hacia la depreciación. Por el otro, el hecho que hasta el día de hoy países tales como Japón o China han estado dispuestos a financiar el déficit norteamericano eso no implica que dicha voluntad persista en el futuro.

Tabla 2 - Pcentaje de Bonos de Deuda Publica en Manos de Extranjeros

Pais	%
Estados Unidos	61.1
Japon	6.6
Alemania	55.3
Francia	65.7
Italia	54
Reino Unido	36.3
Canada	14

Fuente: HSBC (2009)

Teniendo en cuenta el alto porcentaje de bonos del Tesoro de los Estados Unidos en manos de extranjeros, como se muestra en la Tabla 2, parecería claro que la buena voluntad tanto de inversores privados como de bancos centrales extranjeros representa un elemento clave de cara al futuro a la hora de financiar el creciente déficit fiscal norteamericano. Mas importante aun, dada la alta participación de los bonos de Tesoro americanos en los portafolios de los principales bancos centrales existen pocos incentivos para seguir incrementando su exposición al dólar americano, tal y como ya lo han dejado entrever funcionarios de diversos países tales como China, Rusia o Brasil durante los últimos meses.

A pesar de este oscuro panorama existen elementos que permiten vislumbrar un

escenario en el cual los Estados Unidos podrán expandir su déficit fiscal a lo largo de la próxima década sin que esto implique ni un alza en las tasas de interés de los bonos del Tesoro ni un masivo brote inflacionario. Para entender esta aparente paradoja, es necesario analizar lo que sucedió en Japón en el periodo posterior al colapso de la burbuja financiera de finales de los años 80. Este será el tema de la segunda parte de este artículo.

Bibliografía

CBO 2009, *The Budget and Economic Outlook: An Update*, The Congress of the United States: Washington DC.

Cline, William 2005, *The United States as a Debtor Nation*, Peterson Institute for International Economics: Washington DC.

Galbraith, James K. and Munevar, Daniel, 2009, *The Generalized Minsky Moment*, UTIP Working Paper #56, University of Texas at Austin.

HSBC, 2009, *Second half bull-market for bonds: Long Dated governments to outperform through H2 09*, Global Fixed Income Research Group June 2009.

IMF 2009, *Global Financial Stability Report: Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks*, IMF: Washington DC.

2009b, *World Economic Outlook 2009: Crisis and Recovery*, IMF: Washington DC.

2007, *World Economic Outlook Update: An Update of the Key WEO Projections*, disponible en:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/update/01/pdf/eng/0707.pdf>. Consultado el 05/10/09

Krugman, Paul 2009, *The Burden of Debt*, The Conscience of a Liberal Blog, The New York Times, August 28, 2009. Disponible en:

<http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/08/28/the-burden-of-debt/>. Consultado el 06/10/09.

Munchau Wolfgang 2009, *A recognition of the deep root of the crisis*, The Financial Times, September 27, 2009.

Tett, Gillian 2009, *Fool's Gold: How the Bold Dream of a Small Tribe at J.P. Morgan was Corrupted by Wall Street Greed and Unleashed a Catastrophe*, Free Press: New York.

World Bank 2007, *Global Development Finance 2007*, World Bank 2007: Washington DC.