

EEUU: Inflación y deuda

Por: *Lic. Alejandro Marcó del Pont*

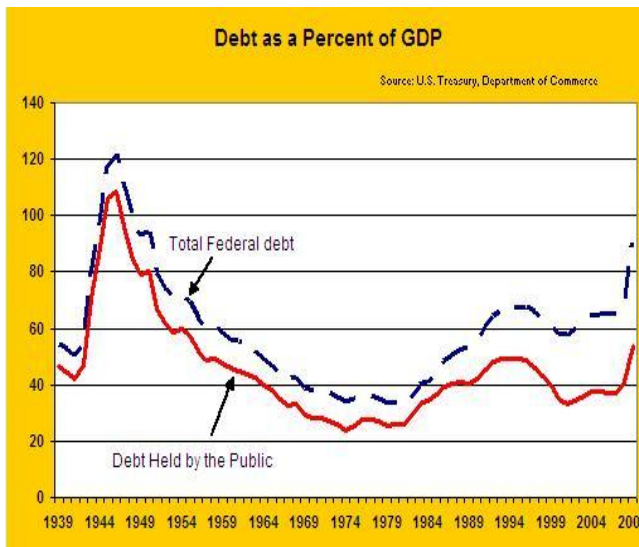
La Oficina Nacional de Investigaciones Económicas de Estados Unidos (NBER por siglas en inglés) publicó en Diciembre del 2009 un documento de trabajo titulado "*La inflación y la dinámica de la Deuda Pública*¹", en él cual proporciona algunas pistas para tratar de entender y detener el creciente déficit fiscal y el abultado peso que está ganando la participación de la deuda pública en el PBI Americano. Ante un escenario de abultado déficit publico (9.9% del PBI) con una deuda creciente (casi del 100% del PBI) y dada las expectativas de una recuperación económica endeble y extendida en el tiempo, no sorprende que tanto déficit fiscal como creciente endeudamiento público dominen el debate económico.

La discusión básicamente se centra en la relación deuda/PBI y como reducir este ratio. Según los investigadores del Instituto existen cuatro mecanismos básicos para reducir el peso de deuda sobre el producto. El primer mecanismo sería fácilmente desechable ya que supone un rápido y sólido crecimiento del PBI, lo cual reduciría el ratio por el lado del divisor, escenario que no se encuentra a la vista de nadie. La segunda alternativa simula una aceleración de la inflación erosionando la deuda en manos de lo acreedores. El tercer escenario imagina un considerable incremento de los ingresos públicos. Esta idea es de difícil realización, sobre todo por que los gastos aumentaron en forma acelerada del 18% al 25% del PBI como consecuencia de los programas de alivio financiero y políticas fiscales expansivas. Del lado de los ingresos estos disminuyeron al 15% del PBI en el 2009, el nivel mas bajo en los últimos 50 años. Teniendo en cuenta los niveles de desempleo, ayuda social he incentivos a la demanda, resulta realmente difícil que los ingresos fiscales sean los suficientemente altos o el gasto lo suficientemente bajo como para que el excedente pueda redimir parte de la deuda.

¹ "Using inflation to erode the US public debt"; **Joshua Aizenman and Nancy Marion 18 December 2009, NBER**

El último escenario, por otro lado, sería que parte de la deuda no fuera honrada por el gobierno.

Ahora bien, si la inflación puede jugar un rol preponderante en la caída del ratio de deuda, la pregunta es cuanta inflación sería necesaria imprimir al sistema, de manera tal que, por un lado disminuya el ratio en forma considerable, y por otro lado sea aceptada tanto por la población local y por los tenedores de bonos. Los primeros tendrían merma en su poder de compra, mientras que los tenedores de bonos nacionales y externos tendrían pérdida por licuación de pasivos. O sea la distribución de la carga inflacionaria tendría que ser soportada fronteras adentro y afuera de Estados Unidos.



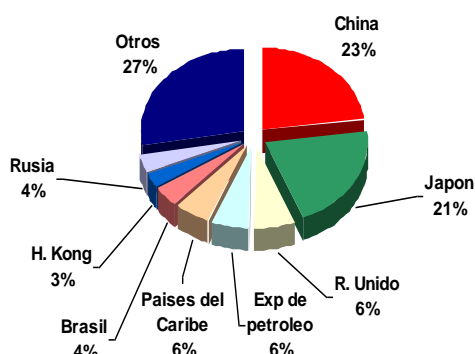
Como muestra el grafico, el mayor porcentaje de deuda bruta soportado por el PBI fue al finalizar la guerra. La deuda federal Bruta, como era lógico alcanzó el 121% del PBI, a principios de la posguerra, mientras que en manos del publico quedo el 107% aproximadamente. Durante los 30 años siguientes la deuda se redujo sustancialmente por dos motivos

fundamentales, crecimiento he inflación. El resultado fue que durante 1975 la deuda en poder del público se encontraba cercana al 25% del PBI.

En tanto, toda la década del ochenta la deuda comienza a subir fuertemente debido a la recesión, así como también se experimenta un fuerte incremento del déficit fiscal. Cae nuevamente durante los noventa hasta el 2001 ya que en 1993 representaba un 49.5% del PBI pasando al 33% en el 2001. El año siguiente, con la recesión a costas, una lenta recuperación de los ingresos fiscales y la ampliación del gasto público por la guerra preventiva, el coeficiente comienza a aumentar nuevamente. Sólo en el breve periodo de crecimiento 2005-2007 retraza un poco el indicador. El año 2008 con el comienzo de la crisis la participación de la deuda en PBI comienza a dispararse hasta llegar a los niveles de 1955 en el 2009.

Con este último empuje de la deuda comienzan a quedar en claro dos determinantes. En principio la participación extranjera en la deuda pública y la longevidad de la deuda. Hasta 1960 la participación extranjera en la deuda era cero, en 1978 llago al 19.9% para comenzar a aumentar de manera consistente durante la crisis asiática 1997-1998 y arribar al 48% en el 2008.

Participación extranjera en la deuda publica Americana Junio 2009



Como deja expresado el cuadro, sólo dos países asiáticos tienen el 44% del total de la cartera extranjera de deuda y cerca del 20% de la deuda total americana en manos privadas. Esta concentración de deuda en manos extranjeras significa un fuerte determinante de política económica para los tomadores de decisión. Ya que si bien la mayoría de la deuda en manos extranjeras esta concentrada en dos países, y eso supone una menor atomización y por lo tanto una negociación más focalizada para determinar los niveles de inflación que podría aceptar los tenedores, el segundo determinante, tiempo de vencimiento de la deuda, limita la negociación a favor de los tenedores.

Posterior a la guerra la deuda americana tenia un vencimiento de 9.4 años, en 1976 adquirió el nivel mas bajo de la historia 2.6 años. Con altibajos llego a 6.2 años promedio de vencimiento en el 2000, pero en 2008 había retrocedido ha 4.1 años y el 2009 a 3.9 años. Esta pronunciada caída del tiempo de la deuda condiciona fuertemente al tesoro, ya que la deuda de corto plazo (menos de un año) los vencimientos pasaron del 30% al 40% de la deuda, proporción sólo vista durante mediados de los ochentas. Por lo tanto la madurez de la deuda pasa a jugar un rol preponderante en los determinantes de la inflación.

Al parecer y según los especialistas de NBER ambos componentes se equilibrarían entre sí. El impacto estimado de la inflación sobre la carga actual de la deuda sería mayor que a mediados de los 70, pero no tan grande como en los 40. Si la inflación

subiera un 6%, el ratio deuda - PBI se contraería alrededor de un 20% en 4 años, es decir, con una tasa de aumento de precios sólo ligeramente superior al promedio observado después de la Segunda Guerra

La cuestión más delicada está en la política económica y monetaria que han permitido frenar el deterioro de las economías. Unos estímulos que dan a este inicio de recuperación un carácter precario, en la medida en que su retirada prematura podría provocar una recaída en la recesión, mientras que su mantenimiento desestabiliza las finanzas públicas y alimenta una nueva burbuja de liquidez.

Entonces, tasa del interés extremadamente bajas, con inflación creciente he incentivos fiscales llevan a incremento de la deuda y futuras burbujas especulativas. Las ultimas medidas del Presidente Obama que incluye créditos fiscales para la clase media unos 3.000 millones dan una muestra de cómo será el futuro del gasto público.

Si en el 2010 las tasas de interés tendrían que aumentar para detener las medidas excepciones de liquides que inyectadas al mercado. Los efectos en términos de déficit y deuda deberían reducirse. El problema es si la reducción con inflación no genera recesión, con lo cual la estanflación sería el peor de los escapes a la crisis. Empero, los datos proporcionados por NBER muestran que EEUU ante una participación de la deuda superior al 90%, los niveles de crecimiento se detienen fuertemente, y la inflación se acelera entre el 5.5% y el 6%, es decir una salida de estanflación.

Deuda publica / PBI en porcentaje. Crecimiento del PBI

País	Período	Deuda menor al 30%	Entre 30% y 60%	Entre 60% y 90%	Más de 90%
EEUU	1790-2009	4.0%	3.4%	3.3%	-1.8%

Fuente: NBER

Sí bien esta es la peor de las salidas, deberá tenerse en cuenta la fuerte conexión entre maduración de la deuda e inflación. Cuando lo deuda se prolonga en el tiempo, incrementos en la inflación tiene un fuerte impacto sobre la deuda, es decir la licuación funciona. Pero cuando la deuda es de corto plazo, los niveles de inflación no licuan el pasivo en la magnitud pretendida.