

# ¿Se va a la quiebra la economía de EEUU?

En un artículo titulado muy académicamente “Sovereign Risk: The USA Case in a Global Context” que apareció en la edición del 17 de marzo pasado de su boletín de investigación global de mercados, el Deutsche Bank (DB) afirma que la economía de EEUU está metida en una trayectoria fiscal insostenible.

La relación deuda-PIB de EEUU y de otros países desarrollados crecerá desmesuradamente en los próximos 30 años. Ello se producirá por las condiciones desfavorables de partida (los actuales niveles récord de deuda soberana y de déficit fiscal), el crecimiento sustancial proyectado de los gastos relacionados con la edad de la población y diferenciales desfavorables entre las tasas de interés y el PIB.

Incluso con un congelamiento en los gastos relacionados con la edad (jubilaciones, seguros médicos, ancianos, etc.) como porcentaje del PIB, las relaciones de deuda en muchos países, incluyendo EEUU, seguirán creciendo bajo las actuales políticas.

El estudio del banco alemán dice que se necesitará alguna combinación de cortes de gastos e incremento de impuestos para estabilizar o reducir los niveles de deuda, pero que ese camino sería deflacionario y políticamente muy difícil. La inflación no es tampoco una solución factible, a no ser, según los autores del estudio, que se la combine con controles financieros “relativamente draconianos” que, en lo esencial, se dirijan a poner impuestos a quienes tienen títulos de deuda. La única otra alternativa sería el *default* puro y duro. Sintiendo que esto puede venir, los mercados de los bonos muy proba-

La terrorífica pregunta no es retórica.

El Deutsche Bank afirma que la economía de EEUU está metida en una trayectoria fiscal insostenible.

Aun en un escenario de bajo gasto, su deuda crecerá hasta ser mayor que el PIB, lo que se volverá inmanejable.

blemente van a empezar a exigir primas de riesgo que reflejen la insostenible situación fiscal, lo que empujará para arriba a las tasas de largo plazo, lo que, a su vez, hará incluso más insostenibles las rutas de la deuda. Una crisis como ésta en el mercado de los bonos podría ser suficiente para generar la voluntad política para tomar las difíciles decisiones necesarias para alcanzar una situación fiscal suficientemente consolidada.

## PREDECIR LA TRAYECTORIA DE LA DEUDA

El banco dice que la grave posibilidad de un *default* en la deuda soberana de Grecia ha levantado la preocu-

pación por el aumento de los niveles de deuda en las economías desarrolladas. La crisis de deuda de una economía desarrollada ya no es una distante posibilidad, como antes, y EEUU está entre los países que enfrentan serios cuestionamientos sobre la sostenibilidad de su posición de deuda.

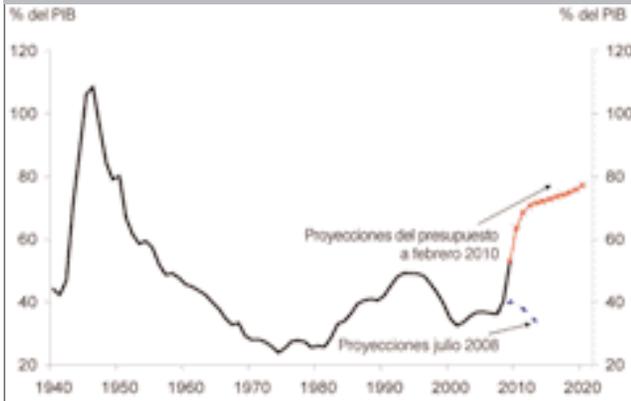
En el artículo, luego de examinar las tendencias recientes en los indicadores de riesgo de la deuda soberana, los especialistas revisan las dinámicas del crecimiento de la relación déficit/tasa de interés que han llevado a la inestabilidad de la deuda. Estudian cómo estos distintos factores están interactuando en EEUU y, con propósitos comparativos, cómo lo hacen internacionalmente. Luego, construyen modelos de trayectorias futuras de la deuda en escenarios de alto y bajo gasto fiscal.

Los especialistas concluyen que, si no hay cambios sustanciales en las actuales políticas, EEUU está en una trayectoria fiscal insostenible, como lo están algunos otros países desarrollados. La solución no será fácil, aseguran, puesto que una política fiscal austera es difícil políticamente; una inflación muy alta no es particularmente efectiva al momento de reducir los ratios de deuda y tiene altos costos económicos. Soluciones más draconianas implicarían alguna forma de reestructuración de la deuda, el *default* o controles financieros.

## LOS INDICADORES DE RIESGO DE EEUU HAN CRECIDO

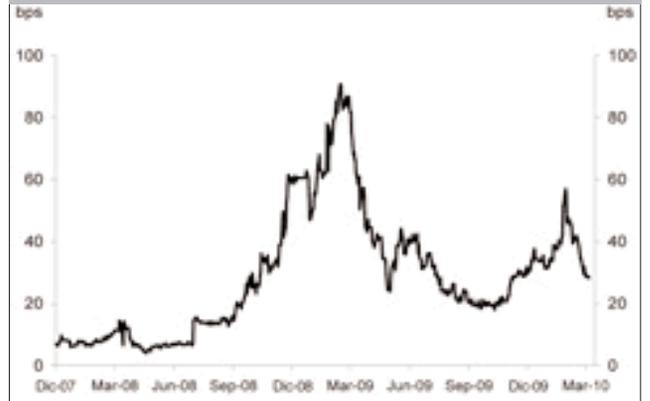
Conforme ha empeorado la posición fiscal de EEUU en los últimos dos años, los indicadores de un riesgo de

GRÁFICO 1  
EL FUTURO DE LA DEUDA DE EEUU HA EMPEORADO  
DEUDA DEFERAL EN MANOS DEL PÚBLICO



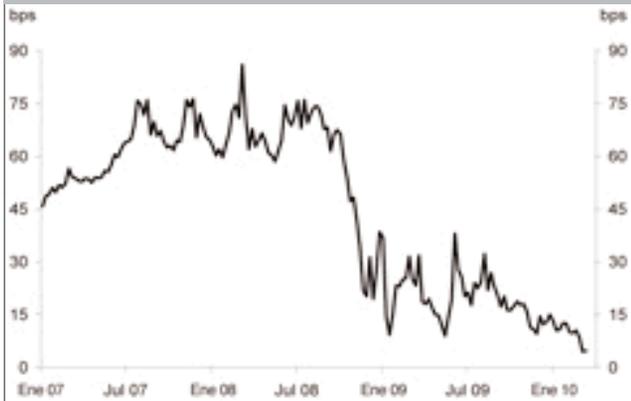
FUENTE: OBM, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

GRÁFICO 2  
LOS SPREADS DE LOS CD DE EEUU SE ELEVAN REFLEJANDO  
EL MAYOR RIESGO



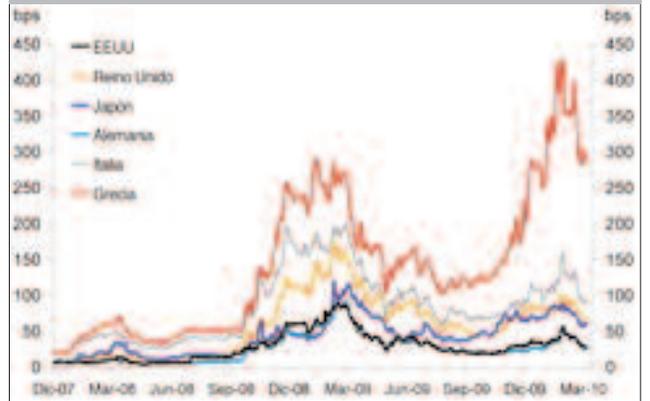
FUENTE: BLOOMBERG, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

GRÁFICO 3  
... Y EL SPREAD DE LOS SWAPS DE EEUU HA CAÍDO  
ÉSTREPITOSAMENTE (SPREAD DE LOS SWAPS A 10 AÑOS)



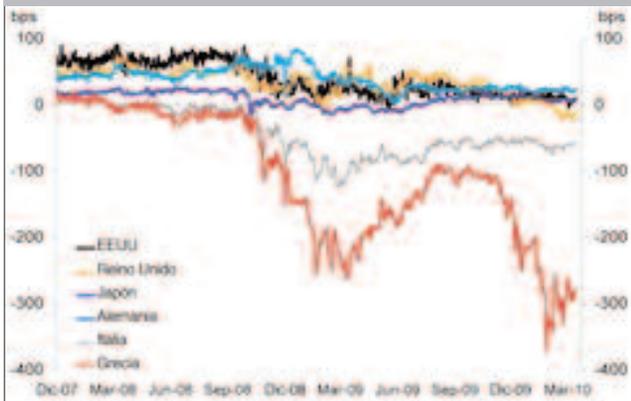
FUENTE: BLOOMBERG, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

GRÁFICO 4  
LOS SPREADS DE LOS CD DE EEUU SIGUEN MÁS BAJOS  
QUE LOS DE OTROS PAISES



FUENTE: BLOOMBERG, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

GRÁFICO 5  
EL SPREAD DEL SWAP DE EEUU A 10 AÑOS ES PARECIDO  
AL DE JAPÓN



FUENTE: BLOOMBERG, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

GRÁFICO 6  
PROPUESTAS DEL GOBIERNO LLEGAN CASI A UN BALANCE  
DEL PRESUPUESTO PRIMARIO EN 2020



FUENTE: OBM, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

*default* han aumentado en la misma proporción. En el verano de 2008 —antes de que el estrés creciente de los mercados financieros se empeorara hasta convertirse en una crisis declarada—, se proyectaba que la deuda federal de EEUU llegaría a 40% del PIB en el año fiscal 2009, pero que bajaría hasta 34% del PIB en el año fiscal 2013. Sin embargo, con el aumento del gasto TARP y el paquete de estímulos en 2009, la deuda llegó a 53% del PIB en el año fiscal 2009, está en el camino de llegar a 70% del PIB en el año fiscal 2012 y a casi 80% en el año fiscal 2020 (Gráfico 1).

El aumento del riesgo es evidente en los *spreads* de CD para la deuda de EEUU, que, estando al presente en alrededor de 30 puntos básicos (pb), es cerca de tres veces más alto de lo que eran en el verano de 2008 (Gráfico 2). El declive en los *spreads* de los *swaps* de EEUU es otro indicador de que el riesgo soberano ha aumentado en comparación con el riesgo corporativo. Como lo muestra el Gráfico 3, los *spreads* de los *swaps* (la tasa de interés de los *swaps* a 10 años, menos el rendimiento de los Bonos de Tesoro a 10 años) cayó de alrededor de 70 pb a inicios de 2008 a cerca de 10 pb a fines de 2009, y han bajado otros 5 pb desde entonces (aunque, señalan los autores, mucho del declive reciente es probablemente debido al aumento de liquidez en el mercado corporativo).

A la luz de las proyecciones cada vez más pesimistas y de las alternativas para afrontar el problema, las tres principales agencias de calificación han mencionado en las últimas semanas el tema de una posible baja de la deuda del Tesoro de EEUU. La situación del presupuesto de EEUU es preocupante, pero permanece relativamente mejor que la de varias otras economías desarrolladas. En los *rankings* del Deutsche Bank del estrés de la deuda pública para las economías avanzadas, EEUU apareció en 2009 en una mejor posición que Grecia, Italia, Francia y Bélgica, y está en forma fiscal parecida a la de Reino Unido y Portugal (este índice lo elabora el

DB promediando los *rankings* de las relaciones deuda/PIB, déficit/PIB y pagos netos de interés/PIB). Y aunque los *spreads* de los CD de EEUU han subido los dos últimos años, permanecen comparativamente bajos —más o menos en línea con Alemania y más bajos que Japón, Reino Unido e Italia (Gráfico 4). Comparando el *spread* de los *swaps* entre países, actualmente el de EEUU es más alto que el de Reino Unido e Italia, y cercano al de Japón (Gráfico 5).

En las siguientes secciones de su estudio, los expertos del Deutsche Bank (DB) revisan los motores de la dinámica a largo plazo de la deuda, las condiciones necesarias para estabilizar la deuda, y cómo se comparan los factores de riesgo de EEUU con otras naciones. Es de notar que el tema de la deuda pública ha sido tratado en varios números de su boletín *Global Economic Perspectives*.

## LA DINÁMICA DE LA DEUDA

Los expertos recuerdan que el riesgo de *default* o de monetización de la deuda soberana aumenta considerablemente cuando los niveles de la deuda se vuelven inestables. La inestabilidad de la deuda se da cuando: 1. el balance primario del presupuesto (el balance del presupuesto menos los pagos de interés) cae en déficit por largos períodos de tiempo, o 2. la tasa de interés de la deuda excede al crecimiento nominal del PIB (o la tasa de interés real excede el crecimiento real del PIB). Tras hacer unas ecuaciones al respecto, los expertos se concentran en dos factores de riesgo.

### FACTOR DE RIESGO I: POSIBILIDADES DEL DÉFICIT PRIMARIO

Tener grandes déficits primarios es el primer factor de riesgo que lleva a niveles de deuda inestables e insostenibles. El Gráfico 6 muestra las proyecciones de la administración Obama sobre el balance del presupuesto y el

balance primario del presupuesto para los próximos 10 años, basado en las pro formas presupuestarias más recientes. Estas proyecciones ven que el presupuesto primario tendrá déficit los siguientes 10 años, aunque el déficit caería de 6,6% del PIB el año fiscal 2011, a menos de 1% del PIB para 2020. El déficit presupuestario global permanece casi constante alrededor de 4% después del año fiscal 2012, al tiempo que los pagos de interés suben de 1% del PIB a 3,5%. El estudio discute luego que las proyecciones de la tasa de interés no han previsto mucho, o casi nada, de incremento en la prima de riesgo sobre los papeles del Tesoro conforme crecen los niveles de la deuda. Pero con riesgos de tasas de interés en alza, una carga mayor en los pagos de las tasas de interés incrementará aún más el déficit global.

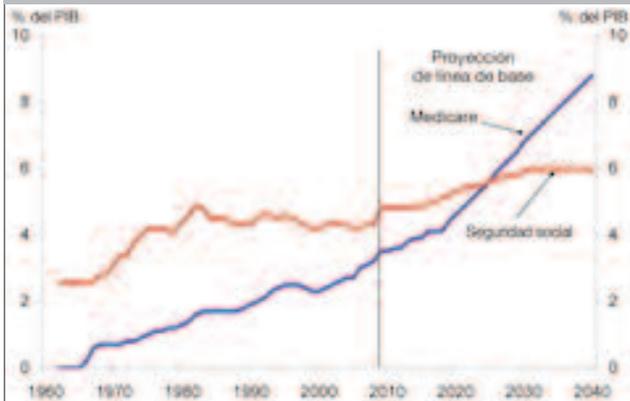
Tras discutir el efecto del gasto en la seguridad social y de salud en los próximos años, el estudio del DB asevera que en el gasto relacionado con la edad, EEUU enfrenta aumentos más altos que muchos otros países, pero que este gasto es un desafío para las posiciones presupuestarias de la mayoría de economías avanzadas (Gráfico 8). Grecia tiene la más alta relación proyectada entre gastos relacionados con la edad y el PIB de toda Europa —alrededor de nueve puntos porcentuales para 2040— y el promedio de la zona euro es 3,2 puntos porcentuales. La mayoría de los otros países prevé incrementos menores, pero aun así no insignificantes: 2,6% para Alemania, 2,7% para Reino Unido, 2% para Italia y 1,7% para Japón.

Cualquier país que tuvo déficits primarios globales antes de la reciente crisis financiera tendrá graves riesgos para la inestabilidad de la deuda, insiste el estudio.

### FACTOR DE RIESGO II: LAS PROYECCIONES DE LA TASA DE INTERÉS Y EL CRECIMIENTO

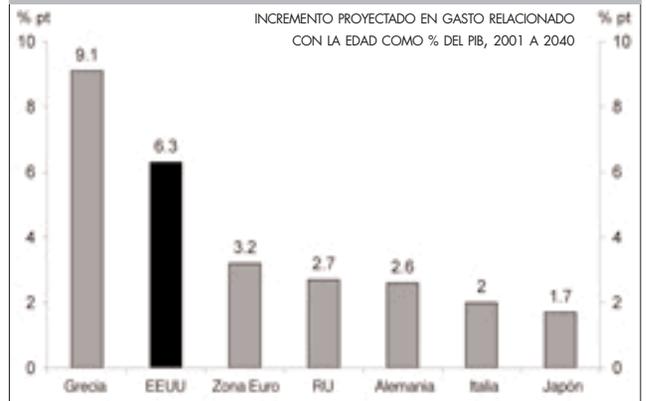
El segundo factor de riesgo para una posición inestable de la deuda es

GRÁFICO 7  
SI NO HUBIERA REFORMA, MEDICARE Y LA SEGURIDAD SOCIAL ANADIRIAN GASTOS AL GOBIERNO



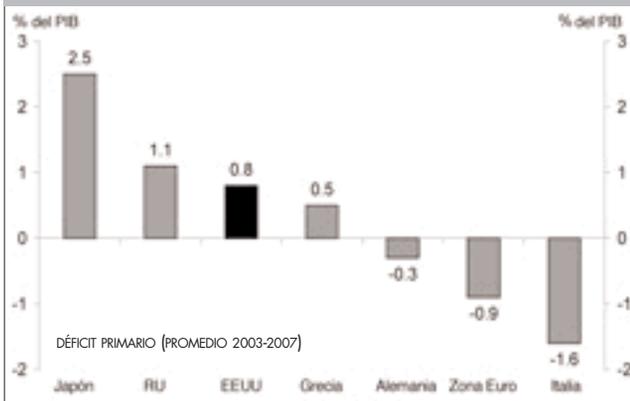
FUENTE: OBM, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

GRÁFICO 8  
EL GASTO RELACIONADO CON LA EDAD SUBIRA



FUENTE: CBO, EUROPEAN COMMISSION, OECD, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

GRÁFICO 9  
JAPON, REINO UNIDO, EEUU Y GRECIA TENÍAN DÉFICITS PRIMARIOS ANTES DE LA CRISIS FINANCIERA



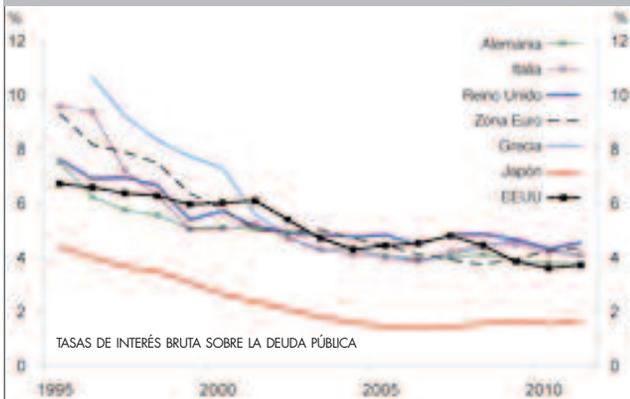
FUENTE: CBO, EUROPEAN COMMISSION, OECD, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

GRÁFICO 10  
LA BRECHA ENTRE LA TASA DE INTERÉS Y EL CRECIMIENTO NOMINAL DEL PIB CRECIÓ EN EEUU



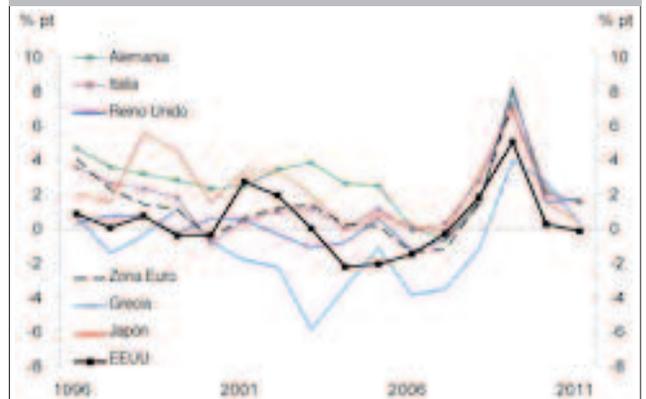
FUENTE: OMB, BEA, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

GRÁFICO 11  
LAS TASAS EFECTIVAS DE INTERÉS HAN CAÍDO EN EL TIEMPO



FUENTE: CBO, EUROPEAN COMMISSION, OECD, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

GRÁFICO 12  
... PERO LAS TASAS TODAVÍA SON MÁS ALTAS QUE EL CRECIMIENTO DEL PIB



FUENTE: CBO, EUROPEAN COMMISSION, OECD, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

la brecha de crecimiento entre la tasa de interés y el crecimiento nominal del PIB. En EEUU antes de 1980, el crecimiento nominal del PIB estuvo consistentemente más alto que la tasa efectiva de interés sobre la deuda (*Gráfico 10*) —muy positivo para bajar la relación deuda/PIB. Desde 1980, la brecha se ha tornado positiva, con el crecimiento nominal del PIB, caminando por debajo de la tasa de interés la mayor parte del tiempo. Este cambio está probablemente relacionado, en parte, con el aumento de los niveles de la deuda de EEUU durante la década de 1980.

Las proyecciones presupuestarias de la administración asumen que la brecha será negativa durante la mayor parte de los siguientes 10 años, con la tasa de interés, alcanzando el crecimiento del PIB solo para 2020. Sin embargo, esto puede ser demasiado optimista. El aumento de la deuda de EEUU puede muy bien empujar a la tasa de interés real más arriba, adelantándose a la visión de los inversionistas de que perciban mayor riesgo (y por lo tanto, demanden que se les pague una prima más alta) en la creciente deuda pública estadounidense.

Viendo el tema comparativamente entre países, la tasa efectiva de interés sobre la deuda global de los Gobiernos ha ido tendencialmente hacia abajo desde la mitad de 1990 (*Gráfico 11*). Pero, como lo muestra el *Gráfico 12*, las tasas en la mayoría de los países han ido presentándose por encima del crecimiento nominal del PIB, lo que muestra un riesgo para una posición estable de la deuda. Como se dijo antes, si las tasas de interés están sobre la tasa de crecimiento nominal del PIB, el país debe tener un superávit fiscal primario para estabilizar o reducir sus niveles de deuda. Es interesante la anotación que hacen los autores del estudio, que Grecia fue un país donde la tasa efectiva de interés era considerablemente más baja que el crecimiento nominal del PIB a lo largo de la mayor parte de los años 2000, pero la brecha, que era un beneficio transitorio de

haberse hecho miembro de la Unión Monetaria Europea, ha cambiado desde entonces.

La brecha de crecimiento entre tasa de interés y crecimiento de la economía de EEUU fue también menor a lo largo de la década de 2000, comparada con la mayoría de los demás países, reflejando la “alianza” motorizada por importantes ahorros externos y un gran apetito global por los papeles del Tesoro de EEUU, un apetito que bien puede bajar en lo posterior... conforme crezcan las dificultades financieras de EEUU.

### A LARGO PLAZO, LA MAYORÍA DE PAÍSES ESTÁN EN UNA SENDA INSOSTENIBLE

Enseguida, los analistas utilizan un marco de contabilidad de la deuda para calcular las posibles trayectorias de la deuda a mediano plazo, hasta el año 2040, para 17 países y un promedio para la zona euro.

Para hacer este ejercicio, los analistas del DB parten de una serie de presunciones sobre el balance primario de los presupuestos, el gasto relacionado con la edad de la población, la tasa efectiva de interés, la tasa de inflación y el crecimiento real del PIB. Manejan dos escenarios: una línea de base, que incluye proyecciones sobre los gastos relacionados con la edad, y un escenario de gastos bajos.

En el escenario de línea de base, se asume que el balance primario del presupuesto como porcentaje del PIB declinará gradualmente del nivel previsto para 2011 por la OCDE a un promedio del período pre crisis (el promedio de déficit primario que se muestra para varios países para el período 2003-2007 en el *Gráfico 9*) para 2016. Después de ese punto, se asumen como constantes el gasto primario y los ingresos como porcentaje del PIB, con una excepción clave. La excepción a un déficit primario constante es que el gasto relacionado con la edad como

porcentaje del PIB se proyecta con una expansión gradual como porcentaje del PIB entre 2016 y 2040, creciendo con el tiempo (a 2040) en el monto total proyectado por la Comisión Europea, la OCDE o la Oficina de Presupuesto del Congreso de EEUU. (En el *Gráfico 8* se muestra una selección de estos aumentos de gastos relacionados con la edad).

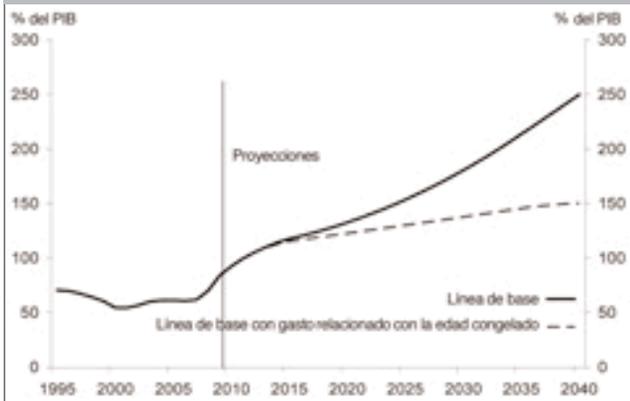
Sobre la brecha entre la tasa de interés y el crecimiento nominal del PIB, se asume que la tasa nominal de interés y la tasa de inflación permanecerán en sus niveles promedios de 1998-2007. Se asume que el crecimiento real del PIB será el crecimiento potencial proyectado por la OCDE para 2012 a 2017, y el crecimiento nominal del PIB será igual al crecimiento real del PIB más la tasa de inflación de los precios a los consumidores.

En los *Gráficos 13* al *24* aparecen las proyecciones generales promedio de deuda pública para 17 países y el área del euro en este escenario de línea de base. Abundantes notas al pie y en un anexo explican por qué y cómo se asumen los parámetros para cada país.

Las proyecciones muestran que la deuda pública bruta de EEUU aumentaría de alrededor de 80% del PIB en 2009, a alrededor de 250% para 2040. También otros nueve países experimentarían crecimientos sustanciales: Austria, Bélgica, Francia, Grecia, Italia, Japón, Portugal, los Países Bajos y Reino Unido. La deuda pública bruta de los países del área del euro crecerá en promedio de alrededor de 80% del PIB a alrededor de 160% del PIB. Las perspectivas para Canadá y España son más estables, mientras que en este escenario de línea de base bajaría la proporción deuda/PIB en Australia, Dinamarca, Irlanda y Suecia. En todos los países en los que crecería la relación deuda/PIB en este escenario, lo que contribuye a estas tasas cada vez más altas de la deuda sobre el PIB son los déficits fiscales primarios (con gastos relacionados con la edad que crecen en proporción al PIB), y tasas nominales de interés por sobre las tasas de crecimiento nominal

GRÁFICO 13

ESTADOS UNIDOS



FUENTE: CBO, EUROPEAN COMMISSION, OECD, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

GRÁFICO 14

REINO UNIDO



FUENTE: CBO, EUROPEAN COMMISSION, OECD, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

GRÁFICO 15

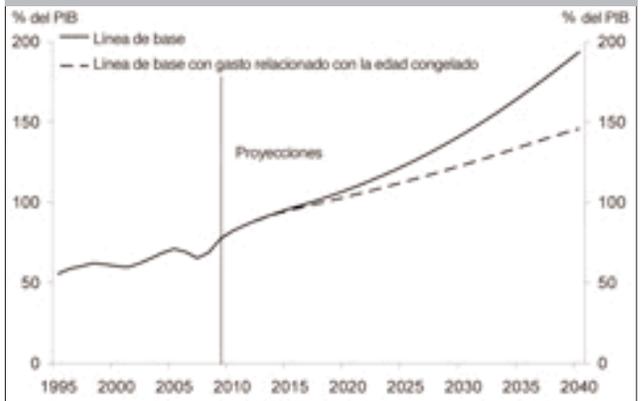
ZONA EURO



FUENTE: CBO, EUROPEAN COMMISSION, OECD, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

GRÁFICO 16

ALEMANIA



FUENTE: CBO, EUROPEAN COMMISSION, OECD, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

GRÁFICO 17

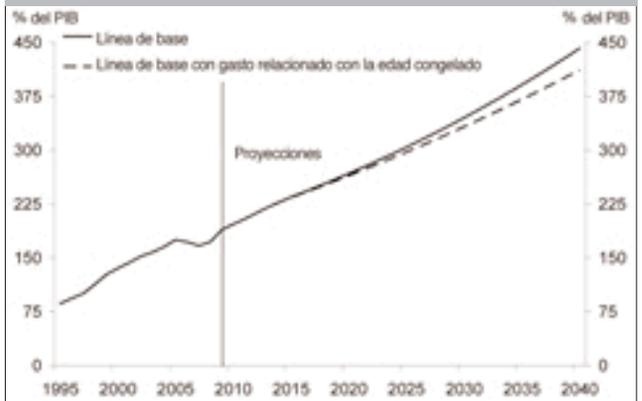
GRECIA



FUENTE: CBO, EUROPEAN COMMISSION, OECD, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

GRÁFICO 18

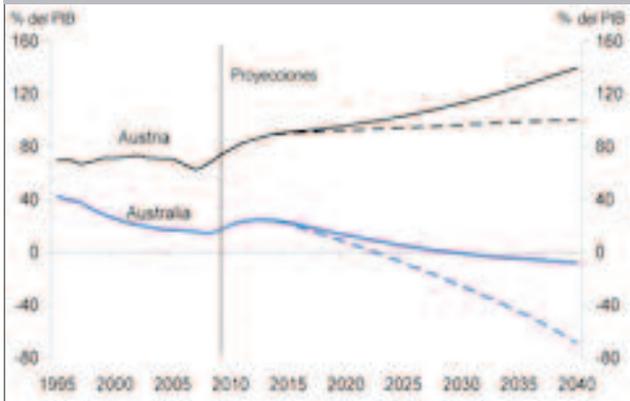
JAPÓN



FUENTE: CBO, EUROPEAN COMMISSION, OECD, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

GRÁFICO 19

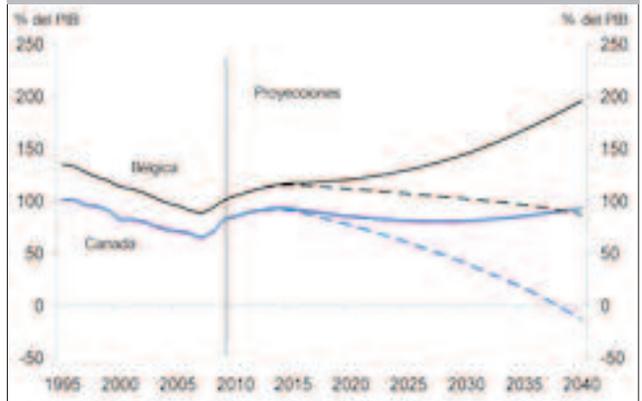
AUSTRIA Y AUSTRALIA



NOTA: LA LÍNEA SÓLIDA ES EL ESCENARIO DE LÍNEA DE BASE; LA LÍNEA PUNTEADA ES EL ESCENARIO CON EL GASTO RELACIONADO CON LA EDAD CONGELADO.  
FUENTE: CBO, EUROPEAN COMMISSION, OECD, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

GRÁFICO 20

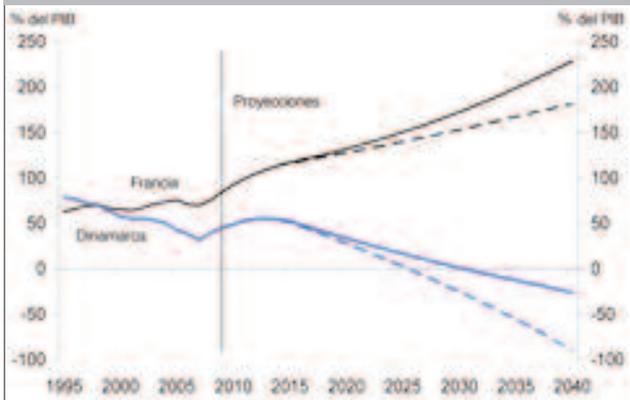
BÉLGICA Y CANADÁ



NOTA: LA LÍNEA SÓLIDA ES EL ESCENARIO DE LÍNEA DE BASE; LA LÍNEA PUNTEADA ES EL ESCENARIO CON EL GASTO RELACIONADO CON LA EDAD CONGELADO.  
FUENTE: CBO, EUROPEAN COMMISSION, OECD, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

GRÁFICO 21

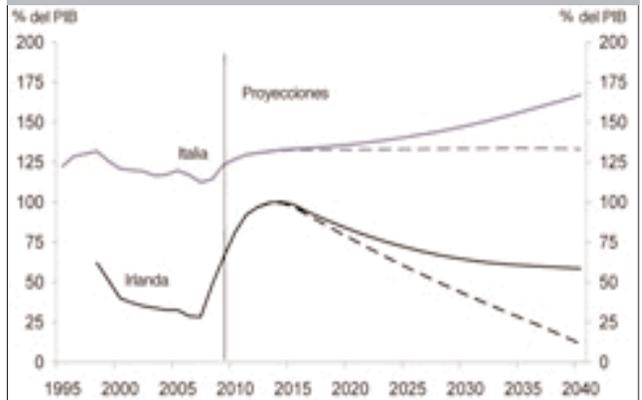
DINAMARCA Y FRANCIA



NOTA: LA LÍNEA SÓLIDA ES EL ESCENARIO DE LÍNEA DE BASE; LA LÍNEA PUNTEADA ES EL ESCENARIO CON EL GASTO RELACIONADO CON LA EDAD CONGELADO.  
FUENTE: CBO, EUROPEAN COMMISSION, OECD, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

GRÁFICO 22

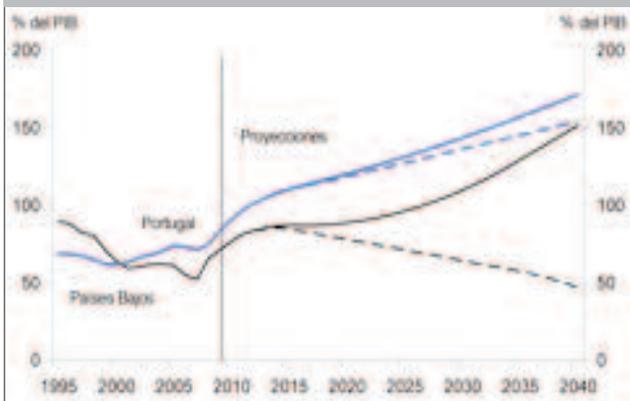
IRLANDA E ITALIA



NOTA: LA LÍNEA SÓLIDA ES EL ESCENARIO DE LÍNEA DE BASE; LA LÍNEA PUNTEADA ES EL ESCENARIO CON EL GASTO RELACIONADO CON LA EDAD CONGELADO.  
FUENTE: CBO, EUROPEAN COMMISSION, OECD, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

GRÁFICO 23

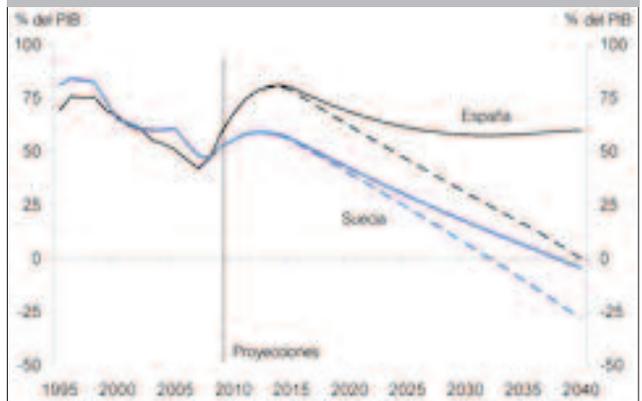
PAÍSES BAJOS Y PORTUGAL



NOTA: LA LÍNEA SÓLIDA ES EL ESCENARIO DE LÍNEA DE BASE; LA LÍNEA PUNTEADA ES EL ESCENARIO CON EL GASTO RELACIONADO CON LA EDAD CONGELADO.  
FUENTE: CBO, EUROPEAN COMMISSION, OECD, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.

GRÁFICO 24

ESPAÑA Y SUECIA



NOTA: LA LÍNEA SÓLIDA ES EL ESCENARIO DE LÍNEA DE BASE; LA LÍNEA PUNTEADA ES EL ESCENARIO CON EL GASTO RELACIONADO CON LA EDAD CONGELADO.  
FUENTE: CBO, EUROPEAN COMMISSION, OECD, DB GLOBAL MARKETS RESEARCH.



## Karla Gachet e Ivan Kashinsky nos cuentan su recorrido visual desde Ecuador a Tierra del Fuego



Quito: 254 5209 - 254 5190 - 254 5238  
Guayaquil: 269 2290 hasta 269 2295  
[info@dinediciones.com](mailto:info@dinediciones.com)

del PIB. Los déficits primarios son los que más contribuyen en cada país, salvo Italia, que comienza con una línea de base de superávits presupuestarios primarios y tiene incrementos proyectados relativamente pequeños en gastos relacionados con la edad.

La brecha entre las tasas de interés y el crecimiento del PIB hace la mayor contribución en Grecia y Reino Unido. Todos los países donde se darían unas trayectorias estables o declinantes de la relación deuda/PIB se benefician por haber tenido superávits fiscales primarios de 2003 a 2007. Además, Irlanda y España se benefician de haber tenido tasas de interés menores que el crecimiento nominal del PIB durante ese período —de nuevo un beneficio transitorio de ser miembros de la unión monetaria de Europa. Presumir que esta tendencia histórica continuará puede que sea demasiado optimista. En la medida en que es probable que la tasa de interés crezca más allá del crecimiento de la producción, la trayectoria de la deuda podría empeorar para esos países.

Bajo un escenario más optimista en cuanto a gastos —en el cual los gastos relacionados con la edad de la población se mantienen como una proporción constante del PIB después de 2011—, la relación deuda/PIB se estabilizaría o declinaría para varios países más: Austria, Bélgica, Italia, Países Bajos y el promedio de la zona del euro. Sin embargo, la deuda todavía se incrementaría para EEUU, Reino Unido, Alemania, Grecia, Japón, Francia y Portugal. Incluso congelando el gasto relacionado con la edad, estos países aún tienen una historia de caer en déficits primarios y de tasas efectivas de interés superiores al crecimiento nominal del PIB, lo que hace que la relación deuda/PIB crezca a lo largo del tiempo. Estos países tendrán que adoptar medidas fiscales más drásticas para estabilizar y bajar los pesos de su deuda. 

*(Traducido y adaptado  
por Gonzalo Ortiz Crespo)*