

## Las reducciones tributarias de Estados Unidos

Vuelta al dólar como patrón internacional

Ronald McKinnon



Ronald McKinnon, profesor de la cátedra William D. Eberle en el Departamento de Economía de la Universidad de Stanford.

EL 25 DE ENERO de 2001, el Presidente de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de Estados Unidos, Alan Greenspan, puso fin a su antigua oposición a las reducciones tributarias, que había sido una marca distintiva del gobierno de Bill Clinton y el Partido Demócrata. Con la llegada del nuevo gobierno republicano de George W. Bush, firmemente decidido a reducir los impuestos, y dado el continuo aumento del superávit presupuestario que se prevé, de pronto parece políticamente inevitable el consenso a favor de grandes reducciones de impuestos.

Sin duda, la notable desaceleración del crecimiento del PNB y la baja de los valores bursátiles en Estados Unidos durante el último trimestre de 2000 guarda relación con el cambio de actitud de Greenspan. Y el riesgo de una fase de contracción justifica medidas fiscales keynesianas a corto plazo —como una reducción de impuestos— que complementen otras medidas de la Reserva Federal encaminadas a dar un carácter más expansivo a la política monetaria. Sin embargo, la política fiscal deberá, sobre todo, facilitar el ajuste estructural a más largo plazo.

Una vez que se hayan reducido varios impuestos y que se hayan enmendado las correspondientes leyes tributarias, será difícil dar marcha atrás. Si bien podría parecer oportuno efectuar reducciones tributarias en 2001 a fin de estimular el gasto interno durante uno o dos años, habrá que tener en cuenta el futuro a más largo plazo y, en este sentido, el principal problema estructural que se planteará a la economía de Estados Unidos es la insuficiencia del ahorro nacional. En efecto, el ahorro neto de los hogares es cercano a cero.

Durante la última década, el ahorro personal ha disminuido más de lo que ha aumentado el ahorro público (como lo reflejan los superávit presupuestarios). El enorme déficit

de la balanza en cuenta corriente —un 4,5% del PNB en 2000— refleja esta insuficiencia del ahorro. Con el fin de estimular un nivel normal de inversión interna, históricamente un 17% del PNB, Estados Unidos ha tenido que recurrir en gran medida al ahorro del resto del mundo. Un tipo de reducción tributaria “errónea” —que reduzca el ahorro público sin estimular el ahorro privado— puede empeorar este endeudamiento externo.

### El patrón dólar internacional

Por más de 20 años, Estados Unidos ha recurrido intensamente al limitado ahorro mundial para respaldar los altos niveles de consumo, del gobierno federal en los años ochenta, de los hogares en los años noventa. Estados Unidos atrae actualmente más corrientes netas de capital que todos los países en desarrollo en conjunto. Así, dejó de ser el acreedor neto del resto del mundo que era a comienzos de los años ochenta para convertirse en el mayor deudor neto, en un nivel cercano a los US\$2,3 billones en el año 2000. El efecto acumulado del crédito privado externo durante los últimos 10 años se refleja en los balances de los hogares y las empresas. El endeudamiento del sector de los particulares alcanza actualmente un nivel sin precedente equivalente a 1,1 veces el ingreso disponible; el endeudamiento de las empresas es también muy alto en relación con el flujo de fondos.

¿Deben preocuparse los ciudadanos de Estados Unidos? Después de todo, el dólar se mantiene fuerte, y Estados Unidos se encuentra en una situación única, que le ofrece una línea de crédito internacional prácticamente ilimitada, denominada principalmente en dólares de EE.UU. En consecuencia, los bancos y otras instituciones financieras de Estados Unidos son relativamente inmunes al riesgo cambiario; tanto sus activos —sobre

todo préstamos internos— como sus pasivos (depósitos), de los cuales una parte considerable se adeuda a inversionistas extranjeros, están denominados en dólares. En cambio, otros países deudores deben aceptar el descalce de monedas: los pasivos internacionales de sus bancos y otras empresas están denominados en dólares, en tanto que sus activos están denominados en moneda nacional. De hecho, este descalce fue el origen de la crisis de Asia de 1997–98.

Cabe preguntarse si la invulnerabilidad de Estados Unidos frente a las crisis cambiarias refleja tan sólo la mayor solidez de sus mercados de capital y la habilidad de sus autoridades. No. El hecho de que Estados Unidos sea el prestatario internacional preferido es simplemente buena fortuna. ¿Cómo se produjo este accidente en la historia?

Inmediatamente después de la segunda guerra mundial, la confianza en las monedas y los sistemas financieros de todos los países industriales se había evaporado. A fin de evitar la fuga de capitales, Japón y los países europeos impusieron estrictos controles cambiarios. El dólar relativamente estable de Estados Unidos era la única moneda fuerte en que podían efectuarse libremente los intercambios internacionales. A fines de los años cuarenta, en el marco del nuevo orden monetario de Bretton Woods, otras naciones declararon oficialmente una paridad frente al dólar. Más que crear la asimetría entre las monedas, este orden monetario internacional sencillamente la reconoció. Así, el dólar pasó a ocupar el trono de la moneda internacional preferida.

Cuando el sistema de paridades cambiarias oficiales se derrumbó, en 1971, el dólar no fue destronado. Hoy sigue siendo la moneda vehicular en los mercados interbancarios al contado y a plazo, la moneda de facturación para el comercio de productos básicos y muchos bienes industriales y servicios, y la principal moneda de denominación de los flujos internacionales de capital. Fuera de Europa, los gobiernos utilizan el dólar como su principal moneda de intervención —estableciendo a menudo un vínculo no oficial entre la moneda nacional y el dólar— y los bancos centrales y tesorerías muy a menudo mantienen bonos del Tesoro de Estados Unidos como reservas oficiales de divisas.

El suministro de dinero internacional es un monopolio natural. Una vez que el dólar se estableció como la moneda central en el sistema financiero mundial, su uso continuo representó grandes economías de escala. Mientras más usen el dólar en los intercambios internacionales los países A y B, más atractivo será para C y D hacer lo mismo (dada la reducción de costo implícita). Hoy el dólar sólo podría ser depuesto a causa de algún cataclismo, como una inflación masiva en Estados Unidos. (La principal excepción a la hegemonía del dólar como moneda internacional es el euro, que desempeña un papel importante en los países próximos a la Unión Europea.)

Si bien la función monetaria central del dólar permite promover intercambios internacionales eficientes, una consecuencia de esta situación es que los empréstitos externos de Estados Unidos no están sujetos a limitaciones presupuestarias rígidas. Al aumentar el ingreso del resto del mundo, aumenta de manera semejante la demanda de dólares de EE.UU. de las

empresas y los gobiernos de otros países para incrementar su liquidez internacional. Estados Unidos puede proporcionar estos activos líquidos en dólares, ya sean activos líquidos contra los bancos de Estados Unidos, dinero líquido, bonos del Tesoro o de otras entidades públicas, o acciones y bonos privados, sin un plazo bien definido de reembolso neto. El caso análogo más próximo sería un banco central que emite moneda fiduciaria dentro de su propio campo monetario nacional. Si bien los billetes y monedas pueden considerarse oficialmente pasivos del banco central, nunca tienen que ser rescatados debido a la continua demanda de dinero interno por parte del sector privado.

Estados Unidos ha decidido explotar esta escasa limitación del endeudamiento absorbiendo capital del resto del mundo en términos netos. Pero un patrón dólar eficiente no depende de los déficit en cuenta corriente de Estados Unidos para proporcionar liquidez internacional. Aun sin estos déficit, el resto del mundo puede contar con liquidez en dólares.

De hecho, en los años cincuenta y sesenta, Estados Unidos registró grandes superávit en cuenta corriente. Sin embargo, las salidas de capital a largo plazo —incluida la inversión directa no líquida en el exterior así como la asistencia para el desarrollo— fueron mayores que los superávit en cuenta corriente. Esta diferencia en los pagos fue cubierta por entradas de capital más líquidas, generalmente a más corto plazo. En efecto, las empresas extranjeras acumularon existencias líquidas de depósitos bancarios e instrumentos del mercado de dinero de Estados Unidos, y los gobiernos extranjeros acumularon existencias de bonos del Tesoro de Estados Unidos. Como un intermediario financiero internacional gigante, Estados Unidos prestó a largo plazo y obtuvo préstamos a corto plazo (y en menor volumen), satisfaciendo de este modo la creciente demanda de liquidez en dólares y sin dejar de ser un acreedor neto.

En el nuevo milenio, si Estados Unidos equilibrara su saldo en cuenta corriente, o incluso si registrara superávit, el resto del mundo podría, de todos modos, obtener la liquidez que necesita. Pero si aceptamos la hipótesis de que la línea de crédito del resto del mundo con que cuenta Estados Unidos es indefinida, ¿por qué no seguir sencillamente obteniendo préstamos para cubrir los déficit en cuenta corriente? ¿No sería mejor para los consumidores estadounidenses seguir obteniendo préstamos indefinidamente para mantener su gasto a un nivel superior a su ingreso?

El mantenimiento de grandes déficit en cuenta corriente de Estados Unidos plantea dos grandes problemas: 1) los hogares y algunas empresas de Estados Unidos verán reducida su solvencia al contraer una deuda excesiva; 2) el proteccionismo aumentará a medida que el gran déficit comercial de Estados Unidos siga socavando la base industrial del país.

### **Fragilidad financiera**

El sector de las empresas de Estados Unidos es menos vulnerable que el de los hogares ante el exceso de apalancamiento originado por la escasa limitación del crédito en los mercados internacionales. Los extranjeros pueden comprar —y de hecho compran— acciones de las empresas estadounidenses

así como bonos industriales y efectos comerciales. En consecuencia, la relación deuda-capital de la mayoría de las empresas estadounidenses, si bien es muy alta, no aumenta necesariamente como resultado de la entrada de capital extranjero.

Sin embargo, nadie puede comprar acciones de los hogares de Estados Unidos. Si la entrada de capital extranjero atenúa las limitaciones presupuestarias de los hogares, ésta se traduce en un mayor endeudamiento de los hogares. Si bien los hogares no parecen endeudarse en el extranjero, lo hacen indirectamente al recurrir a la intermediación de los bancos y empresas financieras de Estados Unidos. Estos últimos pueden financiar —con facilidad y a bajo costo— la proliferación de tarjetas de crédito y créditos hipotecarios vendiendo —directa o indirectamente— depósitos líquidos en dólares y otros instrumentos financieros a los inversionistas extranjeros. El consiguiente endeudamiento y el reducido patrimonio de los hogares de ingreso moderado hacen menos estable la macroeconomía. Por ejemplo, el endeudamiento de los hogares podría agravar la fase de contracción en 2001 si desencadenara un brusco aumento de las quiebras de los particulares, y una pronunciada disminución del gasto de consumo.

### ¿Resurgimiento del proteccionismo?

Hay también una limitación políticoeconómica a los déficit comerciales de Estados Unidos. En efecto, el ahorro externo sólo puede transferirse a Estados Unidos a través de grandes déficit en cuenta corriente, es decir, permitiendo que el gasto alcance niveles superiores al ingreso. Para un determinado nivel de ingreso, esto significa una reducción de la exportación

de Estados Unidos (definida en sentido amplio) y un aumento de la importación. Dado que en muchos países hay una fuerte intervención estatal y un pronunciado proteccionismo en el sector agropecuario y en algunos sectores de servicios, generalmente es el sector industrial el que absorbe la mayor parte del peso del ajuste frente a las fluctuaciones de la balanza comercial.

Con el fin de ajustarse al déficit comercial, suponiendo que no varíen otros factores, las industrias manufactureras de Estados Unidos deben reducir su producción de bienes de exportación y de sustitutos de importaciones. De hecho, Estados Unidos ha abandonado —o está abandonando— ciertas industrias, como el equipo fotográfico basado en la tecnología digital. En los ámbitos en que Estados Unidos está a la cabeza, desde el punto de vista tecnológico, en el campo de los computadores, circuitos integrados y equipos relacionados con Internet, las empresas trasladarán una mayor parte de su producción a filiales en el exterior dada la necesidad de recibir transferencias netas de capital del resto del mundo.

Los puristas podrían decir: “Si es lo que dicta el mercado, que así sea”. Pero en cierto sentido, “el mercado” está influenciado por consideraciones monetarias internacionales. Más importante aún, los obstáculos políticos al mantenimiento del libre comercio aumentan cuando hay un déficit comercial de envergadura. En primer lugar, cuando el sector de la exportación de Estados Unidos se contrae, disminuyen los partidarios de mantener los mercados externos abiertos de manera recíproca con respecto al mercado interno. El segundo obstáculo político es la percepción —correcta o no— de que un gran déficit comercial refleja prácticas comerciales

### Desaparecen los bonos del Tesoro: ¿Motivo de preocupación?

Al anunciar su respaldo a las reducciones tributarias en 2001, Alan Greenspan, Presidente de la Reserva Federal restó énfasis al argumento keynesiano con el que generalmente se defienden las reducciones tributarias: la necesidad de aplicar un estímulo económico anticíclico a una economía que pierde dinamismo. De hecho, desde una perspectiva a más largo plazo, Greenspan teme que los grandes superávit fiscales previstos eliminen las existencias de bonos del Tesoro de Estados Unidos fuera del sistema de seguridad social. Se recomprará la deuda del Tesoro y no se emitirán nuevos títulos de deuda. En junio de 2000 la Oficina de Administración y Presupuesto estimaba que en 2012 se habrían amortizado totalmente los títulos de deuda en poder del público, excluidos los que se mantienen en las cuentas del gobierno pero incluidos los que mantiene la Reserva Federal. Ya hay numerosos indicios de que el mercado abierto para valores del Tesoro se ha vuelto menos activo y, por lo tanto, se está volviendo menos líquido.

Si siguen registrándose superávit fiscales una vez que se hayan amortizado todos los bonos del Tesoro, el gobierno de Estados Unidos —incluido el Sistema de la Reserva Federal— se verá obligado a utilizar su excedente de ingresos tributarios para comprar acciones y bonos emitidos por empresas privadas. Según Greenspan, si el gobierno concede crédito a agentes

privados o adquiere acciones de empresas privadas, ello representaría una intromisión del Estado en los mercados internos de capital.

No obstante, si las reducciones tributarias tuvieran como principal objetivo el de estimular el ahorro privado, por ejemplo a través de planes de ahorro jubilatorio individuales, el patrimonio neto de los hogares aumentaría. Al reducirse la deuda de los hogares, la macroeconomía sería menos vulnerable. En principio, es probable que haya más demanda de valores del Tesoro por parte de los hogares al aumentar el ahorro de éstos. Sin embargo, la demanda de activos líquidos seguros y “neutros” por parte de importantes instituciones financieras —la propia Reserva Federal, los bancos comerciales, las compañías de seguro y sus homólogos del exterior— casi con seguridad acapararía las licitaciones para los valores del Tesoro que aún subsistan. En consecuencia, al haber reducciones tributarias que estimulen el ahorro, el problema de la intromisión del Estado en los mercados financieros privados que señala Greenspan se resolvería sin aumentar el déficit en cuenta corriente.

En cambio, si las reducciones tributarias van más allá de los incentivos al ahorro privado, la oferta de valores del Tesoro en los mercados mundiales sin duda aumentará. El costo sería un incremento del déficit en cuenta corriente, sin ninguna mejora

“desleales” por parte de otros países y que el gobierno debe proteger la industria nacional.

Durante los años dorados de rápido crecimiento económico y niveles de desempleo extraordinariamente bajos en Estados Unidos, de 1995 a 2000, las presiones proteccionistas se atenuaron. Sin embargo, una vez que la economía entre en una fase de contracción, con desempleo creciente y quiebras generalizadas, habrá un recrudecimiento de las presiones proteccionistas. A más largo plazo, sería más fácil preservar el libre comercio mundial si Estados Unidos equilibrara su balanza comercial.

### Las reducciones de impuestos que puede permitirse Estados Unidos

Si el gran superávit presupuestario actual disminuyera mediante reducciones de impuestos masivas sin un aumento considerable del ahorro personal, el enorme déficit en cuenta corriente aumentaría.

Los contribuyentes estadounidenses están aportando muy poco a sus fondos de pensiones y retirando demasiado de éstos. Este derroche se ve favorecido por las normas tributarias. Tendría que haber topes mucho más altos a las deducciones tributarias por gastos personales en relación con el ahorro para jubilación, y habría que permitir que las personas de más edad acumulen ahorros indefinidamente en sus fondos de pensiones sin penalización tributaria.

La eliminación de los impuestos sobre sucesiones y herencias incrementaría los incentivos al ahorro de los hogares —en planes de pensiones o en otras formas— al dejar la posibilidad de transferir riqueza a la generación siguiente. Las

personas que se jubilan se sentirían menos ansiosas por convertir el capital acumulado en una pensión anual fija y mantendrían parte de sus contribuciones definidas en el plan, dado el riesgo que plantea la posibilidad de un gasto inesperado cuando se ha convertido todo el capital en una pensión fija.

Por otra parte, la eliminación de los impuestos sobre sucesiones y herencias desalentaría la tendencia de los individuos con grandes fortunas a efectuar enormes donaciones —que pueden deducirse del pago de impuestos— a fundaciones “filantrópicas”, sobre las que tienen control directo. La Administración de Rentas Internas de Estados Unidos aplica normas estrictas a estas fundaciones, forzándolas a gastar gran parte de lo que reciben, lo que desalienta aún más el ahorro.

Aún más radical sería la introducción de un bajo impuesto de tasa fija sobre el ingreso sin ninguna deducción fuera de una generosa exención básica. Al no haber grandes incentivos tributarios para las donaciones a organizaciones caritativas, la calidad de las donaciones filantrópicas mejoraría enormemente, aunque el volumen disminuyera. Al no contar con ventajas tributarias, los donantes se interesarían mucho más en el éxito de los organismos a los que destinan sus donaciones. Aunque difícil de estimar, el monto del ahorro que se filtra a través de donaciones inducidas por deducciones tributarias parece ser de gran envergadura.

La conclusión esencial es que, si se tiene en cuenta el equilibrio de los pagos internacionales, las deducciones tributarias que claramente incrementan los incentivos al ahorro privado deberían ser prioritarias en el programa del nuevo gobierno. Pero esto probablemente es mucho esperar. **F&D**

del precario estado financiero de los hogares, y la proporción de valores del Tesoro en poder de inversionistas extranjeros con toda seguridad aumentaría.

De no haber ninguna reducción tributaria en Estados Unidos (y ningún incremento del gasto), ¿puede sobrevivir el patrón dólar tras la eliminación de los bonos del Tesoro en los mercados internacionales? En el año 2000 los inversionistas extranjeros mantenían un 42% de los valores del Tesoro, excluidos los mantenidos por fondos fiduciarios del gobierno de Estados Unidos o por la Reserva Federal, y aproximadamente la mitad de estas inversiones externas estaban en manos de instituciones oficiales, como bancos centrales o tesorerías. Algunos países tienen grandes reservas de divisas. En efecto, las reservas oficiales de Japón ascienden a más de US\$300.000 millones, las de China a US\$150.000 millones, las de la RAE de Hong Kong a US\$100.000 millones, las de Corea a US\$100.000 millones y las de la provincia china de Taiwan a US\$100.000 millones. La mayoría de estas reservas consiste en activos en dólares, de los cuales una gran proporción está constituida por valores del Tesoro de Estados Unidos.

Dado que el banco central creador de dólares de EE.UU. (la Reserva Federal) pertenece al gobierno de Estados Unidos, los valores del Tesoro se consideran como “activos libres de riesgo” en los mercados mundiales de capital. El gobierno de Estados Unidos puede, en cualquier caso, crear mecanismos de liquida-

ción de su propia deuda, ya sea que los títulos de deuda se mantengan internamente o que estén en manos de inversionistas extranjeros. En el marco del patrón dólar, ningún otro país puede crear, de este modo, dinero internacional a voluntad.

Sin duda, el atractivo de los valores del Tesoro de Estados Unidos como activos ha contribuido a que Estados Unidos cuente con una línea de crédito muy elástica del resto del mundo, que se ha explotado en los últimos 20 años. Sin embargo, la existencia de este activo de reserva seguro, con poder adquisitivo internacional garantizado, es también muy cómodo para otros países. Siendo el dólar tan comúnmente utilizado como moneda vehículo y de facturación, encontrar otro activo igualmente líquido que sirva como activo de reserva internacional sería difícil, pero no imposible. Al no haber bonos del Tesoro de Estados Unidos, los bancos centrales y ministerios de Hacienda de los demás países podrían experimentar manteniendo activos en dólares —como bonos o acciones— que constituyen créditos contra el sector privado de Estados Unidos, o contra emisores extranjeros de deuda denominada en dólares, lo que podría ser de por sí más arriesgado. En cualquier caso, el riesgo crediticio de las reservas oficiales sería un problema más importante. Y el dilema de Greenspan adquiriría una nueva forma. ¿Habría una intromisión de los gobiernos de otros países, al igual que del gobierno de Estados Unidos, en el financiamiento de las empresas privadas de este país!