



Una crisis fiscal oculta

Un destacado economista estadounidense afirma que las cifras de la deuda subestiman gravemente problemas presupuestarios a largo plazo en EE.UU.

Laurence J. Kotlikoff

MIENTRAS Estados Unidos sigue sufriendo las secuelas de una tremenda crisis financiera, sobre la mayor economía del mundo se cierne un problema fiscal más alarmante: la temible combinación de altos y crecientes costos de las prestaciones médicas y jubilatorias y limitadas fuentes de ingresos, que ejercerá una enorme presión sobre la solidez fiscal.

Hasta ahora, los mercados parecen concentrarse en la deuda pública oficial de Estados Unidos en relación con su PIB, que asciende a 60%, aproximadamente la mitad de la de Grecia. En consecuencia, los depredadores financieros mero-dean en torno a Grecia, no Estados Unidos, elevando el rendimiento de la deuda griega y reduciendo el de los títulos del Tesoro de Estados Unidos.

Pero la razón deuda/PIB no sirve para conocer la verdadera posición fiscal de un país. Debido a lo que los economistas llaman un *problema de etiquetado*, cada dólar que un gobierno recibe y paga puede clasificarse de manera económicamente arbitraria. De modo que lo que se declara como el tamaño de un déficit o un superávit es independiente de la verdadera política fiscal de base del país (véase el recuadro).

El nombre es todo

Por ejemplo, los impuestos sobre la nómina salarial orientados a financiar las futuras prestaciones de pensiones y de salud en Estados Unidos son ingresos, hoy llamados impuestos, que bien podrían denominarse deuda. A su vez, las prestaciones futuras

podrían denominarse pagos (con intereses) de esa deuda (menos un impuesto futuro si no llegaran a cubrir el capital más intereses). Ese lenguaje alternativo —pero igualmente natural— describe la misma realidad: los impuestos son mucho más bajos y el déficit proyectado de 2010 es 15%, no 9%, del PIB.

La “reforma” del sistema jubilatorio de Chile a principios de los años ochenta ilustra el carácter arbitrario de las etiquetas fiscales. La reforma canalizó ingresos, entonces denominados impuestos sobre los salarios, hacia fondos privados de pensiones, que el gobierno luego tomó en préstamo para cubrir el pago de jubilaciones. El mismo dinero seguía fluyendo de los trabajadores activos a los pasivos, pero se lo denominó endeudamiento.

Si la razón deuda/PIB habitual no es útil para medir las perspectivas fiscales a largo plazo, sí lo es la brecha fiscal, cuyo valor es el mismo independientemente del rótulo. El tamaño de la *brecha fiscal* de Estados Unidos, según la reciente medición del FMI (FMI, 2010), indica que la situación fiscal nacional es pésima.

La brecha fiscal mide cuán cerca está el gobierno de cumplir con su *restricción*

presupuestaria intertemporal. Esa restricción exige que el valor presente de los pagos del Estado —por bienes y servicios, pagos de transferencias y capital e intereses de la deuda oficialmente declarada— no supere el valor presente de sus ingresos, como impuestos e intereses ganados sobre los activos públicos. Es decir, lo que el gobierno gasta a largo plazo no debe exceder los ingresos.

La brecha fiscal es la diferencia entre el valor presente de los pagos e ingresos del Estado. Mide el grado en que la política vigente viola su presupuesto intertemporal. Si no se cumple con la restricción presupuestaria intertemporal, esa política será insostenible. Y si el valor presente de los pagos supera con creces el de los ingresos, se requieren cambios importantes e inmediatos de las políticas para evitar que las generaciones futuras encuentren un contexto fiscal y económico muy diferente, y menos favorable, que las actuales. En lo fiscal, no puede evaluarse la política a corto plazo independientemente de la política a largo plazo porque siempre existe la posibilidad de etiquetarla arbitrariamente. Además, la política fiscal es un juego de suma cero entre todas las generaciones presentes y futuras. Las cuentas impagadas de las generaciones actuales tendrán que ser cubiertas, necesariamente, por las generaciones futuras.

Una gran brecha fiscal

Según el informe del FMI, la brecha fiscal de Estados Unidos vinculada a la actual política federal resulta inmensa, si se mide a tasas de descuento verosímiles para determinar el valor presente de los

ingresos o pagos futuros, y cerrarla exigiría un ajuste fiscal anual permanente aproximadamente igual al 14% del PIB del país.

Los datos correspondientes al escenario fiscal alternativo a largo plazo de la Oficina de Presupuesto del Congreso de Estados Unidos (CBO, por sus siglas en inglés) confirman las observaciones del FMI. Según esos datos, cerrar la brecha fiscal exige un ajuste fiscal anual de alrededor del 12% del PIB. Esa cifra se basa en una tasa real de descuento de 3%, mientras que si se toma una tasa de 6%, asciende aproximadamente a 8% del PIB.

¿Qué implicaría recaudar 8%, por no decir 12% o 14%, del PIB? En 2009, los impuestos federales sobre la renta personal totalizaron 7,4% del PIB en Estados Unidos. Para alcanzar el equilibrio fiscal a valor presente se requeriría un aumento del valor presente del flujo de caja neto del gobierno equivalente como mínimo a la duplicación inmediata y permanente de los impuestos sobre la renta.

El pronóstico de la CBO es en realidad más pesimista que el del FMI porque ya contempla un alza de 50% de los pagos de impuestos a la renta personal como proporción del PIB. Además, la CBO supone que el aumento en los niveles de prestaciones de Medicare y Medicaid —programas públicos que prestan servicios de salud a la tercera edad y a los pobres, respectivamente— caerá alrededor de un tercio a corto plazo y dos tercios a largo plazo. Más aún, ambos escenarios de CBO son improbables.

En la proyección de la CBO, el alza de los impuestos sobre la renta como porcentaje del PIB refleja principalmente un

aumento automático que se produce porque esos impuestos se ajustan según la evolución de los precios, no del salario real, y no se contempla entonces ningún ajuste de la escala del impuesto en función del alza del salario real. Conforme a esa proyección, al subir el salario real, los trabajadores pasan a tramos de tributación más elevados. Parece políticamente improbable que el Congreso de Estados Unidos permita que la situación continúe incluso durante una década, que es lo que supone la CBO.

Las proyecciones de gasto también parecen ser optimistas. No se ha establecido ninguna política concreta para contener el crecimiento del nivel de prestaciones de Medicare y Medicaid. Desde 1970, el gasto federal real por persona en ambos programas ha crecido a una tasa media anual de 6,4%, mientras que el PIB real per cápita lo hizo a solo 1,8%. La CBO supone una desaceleración significativa del componente no demográfico de ese diferencial. Tras 40 años sin que se controle el crecimiento de este gasto, ese supuesto parece poco realista.

Además, hay una posibilidad significativa de que desaparezca el seguro de salud a cargo de los empleadores, algo no previsto por la CBO. La nueva ley de reforma del sistema de salud incluye importantes subsidios para los trabajadores de bajos ingresos que contraten cobertura médica a través de una Bolsa Nacional de Seguro de Salud, e impone sanciones relativamente leves a los empleadores que dejen de ofrecer esa cobertura. La existencia de Medicare ha eliminado de hecho la prestación privada de cobertura médica básica para la tercera edad, y dada la combinación de incentivos señalada, cabe esperar el mismo resultado final para los trabajadores de bajo ingreso.

Si las previsiones de la CBO se apoyaran en supuestos menos optimistas, la brecha fiscal de Estados Unidos en relación con el PIB sería sustancialmente mayor que la de Grecia y de la mayoría de las economías avanzadas integrantes de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. A diferencia del caso de Grecia, donde el gobierno acaba de debatir públicamente y sancionar reformas fiscales importantes, aunque todavía insuficientes, los supuestos de la CBO acerca de la evolución de la situación no han sido aún discutidos públicamente, ni siquiera contemplados en el discurso político de Estados Unidos.

Seguridad social

El sistema jubilatorio público de reparto —la Seguridad Social— también es un factor importante de la brecha fiscal global. Sus directivos estiman que, calculada de ahora hasta el infinito, la brecha fiscal del sistema es de US\$16,1 billones —más de US\$2 billones por encima de la proyección de 2008—, en gran medida debido a la recesión.

El largo plazo es muy extenso e incierto. Para evaluar con seriedad el valor corriente del presupuesto intertemporal es preciso descontar (ajustar según la inflación futura) correctamente flujos de caja netos inciertos usando factores apropiados en función del riesgo (véanse Lucas y McDonald, 2006; Geanakoplos y Zeldes, 2007, y Blocker, Kotlikoff y Ross, 2008). Dado que los economistas no saben cómo calcular correctamente flujos de caja netos futuros ajustados

¿Qué hay en un nombre?

El problema de etiquetado de los déficits públicos es una cuestión teórica, no simplemente práctica. Considérense las ecuaciones de cualquier modelo económico con agentes racionales, es decir, agentes que no prestan atención al lenguaje, sino que toman decisiones sobre la base de los fundamentos. El hecho de que quienes analizan esas ecuaciones hablen francés, inglés o chino no afectará al comportamiento del modelo, que se rige por la matemática.

Asignar rótulos fiscales determinados a las variables de un modelo implica simplemente elegir un lenguaje internamente coherente para analizar las ecuaciones. Pero cada elección produce una medida diferente de la *deuda* y de sus variaciones en el tiempo: el *déficit*.

En un estudio reciente me referí, junto con Jerry Green, al problema del etiquetado como “la relatividad general del lenguaje fiscal”, para recalcar que en la ciencia económica, como en la física, ciertos conceptos no están bien definidos (véase Green y Kotlikoff, 2009). El tiempo y la distancia no están bien definidos en la física, y la deuda pública y el déficit no lo están en economía, como tampoco los impuestos, los pagos de transferencias, el patrimonio neto privado, el ingreso disponible, el ahorro privado y los ahorros personales.

Toda la contabilidad de los déficits es así intrínsecamente arbitraria. Sustituir un conjunto de rótulos fiscales arbitrarios por otro no nos dirá nada que merezca conocerse si seguimos actuando como si la deuda pública midiera un fundamento fiscal en lugar de hacer lo que verdaderamente hace: reflejar nuestra nomenclatura.

por riesgo, miden las brechas fiscales en horizonte infinito usando diversas tasas de descuento.

Lamentablemente, en el caso de Estados Unidos, aplicar incluso una alta tasa de descuento no modifica el mensaje fundamental de que el país tiene una enorme brecha fiscal que parece imposible de cerrar sin reformas inmediatas y radicales de sus sistemas de salud, impuestos y seguridad social, además de otros recortes del gasto militar y demás gastos discrecionales.

Hacer balance

¿Cómo llegó Estados Unidos a esta situación actual de virtual bancarrota? Pasó seis décadas transfiriendo cada vez más recursos de la juventud a la tercera edad, mediante una variedad de programas diferentes clasificados con diferentes etiquetas. En el curso de muchas administraciones, desde la de Eisenhower a la de Obama, se aplicaron muchas políticas —bajar impuestos, ampliar la Seguridad Social, crear Medicare y Medicaid, gastar para combatir la recesión y financiar guerras— que agravaron los problemas financieros del país.

Muchas de esas políticas realmente merecían ser financiadas, pero cada una dejó una brecha fiscal más grande que antes y redistribuyó grandes sumas de las generaciones futuras a las actuales.

La carga impositiva neta implícita que soportarán los niños estadounidenses durante toda la vida, si se ven obligados a cubrir la brecha fiscal por sí solos, excede con creces de su capacidad de pago.

El problema no afecta solo a Estados Unidos. Europa y Japón también están llegando a un punto de inflexión tras décadas de políticas que pasaron la responsabilidad de una generación a otra (véase “A corto plazo”, en esta edición). China, con su rápido envejecimiento poblacional, sigue cada vez más el modelo occidental de tomar de los jóvenes para darles a los viejos (véase “Tender una red de protección social”, también en esta edición).

Pero la situación de Estados Unidos puede ser peor que la de otras economías avanzadas, no por factores demográficos, sino por su incapacidad de controlar el crecimiento de los niveles de prestaciones de los programas públicos de salud. En el caso de Medicare y Medicaid, prestaciones que aumentan durante 40 años a una tasa de 4,6 puntos porcentuales más que el crecimiento del PIB per cápita auguran una pesadilla fiscal, especialmente ante la inminente jubilación de la generación de posguerra y la posibilidad de que los subsidios a las personas de menor ingreso que adquieran cobertura en las Bolsas de Seguro de Salud se conviertan en otra enorme masa de prestaciones no contributivas.

¿Debate en ciernes?

La posibilidad de que la crisis fiscal de Estados Unidos desencadene una debacle financiera mundial es significativa. El mercado está ahora apostando contra los países pequeños, que aparecen como los de mayor debilidad fiscal. Pero las apariencias engañan cuando se basan en cifras oficiales de la deuda.

Una vez que el mundo se percate del verdadero alcance de la insolvencia fiscal de Estados Unidos, este país podría verse impedido de seguir financiando su deuda pública. Estados Unidos no es Grecia ni, para el caso, ningún otro país. Como emite la moneda de reserva mundial, indudablemente podrá

contraer deuda a plazos más largos y tasas menores que la mayoría de los países. Pero en algún momento ese privilegio exorbitante (como lo denominó el ex presidente de Francia Valéry Giscard d'Estaing hace casi cinco décadas, cuando era Ministro de Hacienda) llegará a su fin.

¿Qué pasará entonces? Una posibilidad, naturalmente, es que el Gobierno de Estados Unidos tenga que asumir sus problemas fiscales.

Otra es que el gobierno emita enormes cantidades de dinero para saldar sus cuentas, generando con ello alta inflación, menor confianza en los bancos y los fondos del mercado de dinero y una dura prueba para la garantía de depósitos. Este es un escenario extremo, pero no improbable. Los países que no pueden pagar sus deudas terminan creando dinero por la vía de imprimirlo. Como Estados Unidos se ha comprometido explícita o implícitamente a cubrir tantos pasivos financieros del sector privado —desde depósitos bancarios, fondos del mercado de dinero, deuda bancaria y bonos corporativos hasta préstamos para vehículos recreativos— ha creado una situación de *equilibrios múltiples*.

En equilibrios múltiples, una economía puede pasar repentinamente de una posición a otra, aparentemente al azar. La siguiente es una posibilidad improbable y extrema, pero que tendría consecuencias devastadoras para la economía real.

Una controversia comercial menor entre Estados Unidos y China podría inducir a algunos a pensar que otras personas venderán bonos del Tesoro de Estados Unidos. Esa impresión, sumada a una seria preocupación acerca de la inflación, podría provocar la venta masiva de bonos públicos, impulsando al público a retirar sus depósitos bancarios y a comprar bienes duraderos (que mantendrán su valor). Esos retiros podrían desencadenar otros similares de los fondos del mercado de dinero y las reservas de las compañías de seguro (al liquidar los asegurados el valor de rescate de sus pólizas). En un plazo breve, la Reserva Federal tendría que emitir billones de dólares para cubrir sus avales explícitos e implícitos. Todo ese dinero nuevo podría provocar una fuerte inflación, o quizás hiperinflación. Aun cuando al comienzo quizá no se suscite un problema inflacionario grave, los aspectos autocumplibles de los equilibrios múltiples podrían instalarse y llevar a ese resultado.

Los equilibrios múltiples podrían generar también otros escenarios menos apocalípticos, quizá más verosímiles, pero igualmente amargos.

Lograr la seguridad económica

No todas las noticias son malas, ni es demasiado tarde para corregir los problemas fiscales y financieros interconectados de Estados Unidos. El siguiente es un breve esbozo de cuatro propuestas (véase Kotlikoff, 2010) que, juntas, podrían contener los costos y elevar los ingresos:

- Exigir que todos los intermediarios financieros constituidos como sociedades operen estrictamente como compañías de fondos mutuos que reciben e invierten dinero a cambio de una participación en su propiedad. El valor de cada participación depende de las inversiones, y solo los fondos mutuos de efectivo estarían respaldados dólar por dólar. De esa forma, ningún fondo mutuo quebraría, evitándose así todos los costos consiguientes. Los retiros bancarios masivos, como los dispa-

rados por problemas fiscales, serían cosa del pasado. Un único regulador —la Autoridad Financiera Federal— supervisaría la plena divulgación, verificación y calificación de los títulos de los fondos mutuos.

- Dar a cada estadounidense un vale anual cuyo valor dependa de su estado de salud preexistente. Los beneficiarios comprarían una cobertura médica básica a aseguradores que en ningún caso podrían negársela. La cobertura básica estaría determinada por un panel independiente de médicos, sujeta a una restricción presupuestaria: el costo de todos los vales no podrá exceder el 10% del PIB.

- Establecer cuentas personales de retiro en un sistema semipúblico, aportando el Estado contribuciones equivalentes para los pobres, los desempleados y las personas con discapacidad a fin de que el sistema sea lo más progresivo posible. Todos los aportes se invertirían en un fondo basado en un índice mundial, para que todos los participantes recibieran la misma tasa de retorno. El Estado garantiza un rendimiento real de cero sobre los aportes (es decir, sin pérdidas). Entre los 57 y 67 años, los saldos de cada trabajador serían canjeados gradualmente por anualidades ajustadas según la inflación que vendería el Estado.

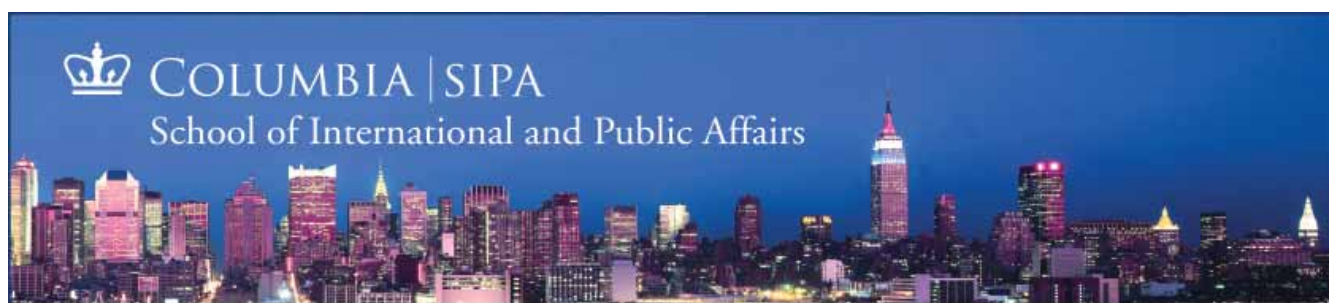
- Reemplazar los impuestos federales sobre la renta personal y de las empresas, sobre la nómina salarial y sobre las donaciones por un impuesto de 18% sobre *todos los consumos*, incluidos los servicios de vivienda que consumen los propietarios (renta imputada).

Estas propuestas ayudarán a eliminar la brecha fiscal de Estados Unidos, garantizar su estabilidad y dar al país la confianza necesaria para ponerse nuevamente en movimiento. ■

Laurence J. Kotlikoff es profesor de Economía de la Universidad de Boston.

Referencias:

- Annual Report of the Board of Trustees of the Federal Old Age and Survivors Insurance and Disability Trust Funds, 2010* (Washington).
- Blocker, Alexander, Laurence J. Kotlikoff y Stephen A. Ross, 2008, "The True Cost of Social Security", NBER Working Paper 14427 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2010, United States: Selected Issues, Country Report No. 10/248 (Washington). Disponible en www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10248.pdf
- Geanakoplos, John, y Stephen P. Zeldes, 2007, "The Market Value of Accrued Social Security Benefits", NBER Draft Paper (inédito; Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Green, Jerry, y Laurence J. Kotlikoff, 2009, "On the General Relativity of Fiscal Language", en *Key Issues in Public Finance: A Conference in Memory of David Bradford*, compilado por Alan J. Auerbach y Daniel Shapiro (Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press).
- Kotlikoff, Laurence, 2010, *Jimmy Stewart Is Dead* (Hoboken, Nueva Jersey: John Wiley & Sons).
- Lucas, Deborah, y Robert McDonald, 2006, "An Options-Based Approach to Evaluating the Risk of Fannie Mae and Freddie Mac", *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, No. 1, págs. 155–76.



COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2011-2012 program begins in July of 2011. Applications are due by January 1, 2011.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm
To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu