



OBSERVATORIO DE POLÍTICA

25 Años de Política Económica en EE.UU

Saturnino Aguado Sebastián

Revista de Economía y Estadística, Cuarta Época, Vol. 44, No. 1 (2006), pp. 161- 193.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/4089>



La Revista de Economía y Estadística, se edita desde el año 1939. Es una publicación semestral del Instituto de Economía y Finanzas (IEF), Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba, Av. Valparaíso s/n, Ciudad Universitaria. X5000HRV, Córdoba, Argentina.
Teléfono: 00 - 54 - 351 - 4437300 interno 253.
Contacto: rev_eco_estad@eco.unc.edu.ar
Dirección web <http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/index>

Cómo citar este documento:

Aguado Sebastián, S. (2006). 25 Años de Política Económica en EE.UU. *Revista de Economía y Estadística*, Cuarta Época, Vol. 44, No. 1, pp. 161- 193.

Disponible en: <<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/4089>>

El Portal de Revistas de la Universidad Nacional de Córdoba es un espacio destinado a la difusión de las investigaciones realizadas por los miembros de la Universidad y a los contenidos académicos y culturales desarrollados en las revistas electrónicas de la Universidad Nacional de Córdoba. Considerando que la Ciencia es un recurso público, es que la Universidad ofrece a toda la comunidad, el acceso libre de su producción científica, académica y cultural.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/index>



REVISTAS
de la Universidad
Nacional de Córdoba



Universidad
Nacional
de Córdoba



FCE
Facultad de Ciencias
Económicas



1613 - 2013
400
AÑOS

Observatorio de Política

Esta sección incluye artículos que discuten en forma rigurosa, pero no técnica, temas corrientes de política económica que son de interés por su vinculación al mundo real, aún cuando la literatura económica no los haya todavía incorporado definitivamente y artículos que presentan contenidos teóricos o resultados empíricos con implicancias de política relevantes. Como en todas las revistas en las que esta sección se incluye, un objetivo a destacar es que la misma permite acercar a los investigadores académicos con los formuladores de política aportando, respectivamente unos y otros, desarrollos teórico-conceptuales y empíricos importantes y claridad e información sobre las prioridades de política. Los artículos enviados a para esta Sección están sujetos a los procedimientos normales de referato de la Revista.



25 Años de Política Económica en EE.UU.

SATURNINO AGUADO SEBASTIÁN

Departamento de Fundamentos de Economía e Historia Económica
Universidad de Alcalá, España
e-mail: saturnino.aguado@uah.es

Resumen

En este artículo se presenta la historia económica reciente de los Estados Unidos. En concreto se analizan los siete últimos mandatos presidenciales, desde Ronald Reagan (elegido por primera vez en 1980) a George W. Bush (reelegido por segunda vez en 2004). El artículo se compone básicamente de 3 partes claramente diferenciadas. En la primera se analizan las políticas económicas llevadas a cabo por el tándem Ronald Reagan-George Bush. En la segunda, se presentan los logros económicos de la presidencia demócrata de Bill Clinton. En la tercera, y última, se comenta la presidencia de George W. Bush y, finalmente, se plantean los retos que la economía norteamericana presenta de cara al futuro.

I. REAGANOMICS Y LA POLITICA ECONOMICA DE LOS PRESIDENTES REPUBLICANOS

I.1 Introducción

Ronald Reagan llegó a la presidencia de EEUU tras disputarle las elecciones de Noviembre de 1980 a un presidente demócrata Jimmy Carter que, en lo económico, dejó un maltrecho país. Los peores datos económicos que Carter cede a Reagan en su toma de posesión de Enero de 1981 resultan ser (datos del año 1980) una tasa de paro del 7,2% y, sobre todo, una inusual, para Estados Unidos, tasa de inflación del 13,5%.

El gran logro inicial de la política económica de la presidencia de Reagan fue el control de la inflación, que pasó del 10,3% en 1981 a tan sólo el 3,2% dos años más tarde¹.

Mucho se ha escrito sobre este gran descenso de la inflación en los primeros años de la presidencia de Reagan, argumentándose sobre todo el importante papel jugado por la política monetaria restrictiva implementada por el entonces Presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker. Otro de los grandes factores explicativos de tal descenso de la inflación fue la importante apreciación del dólar acaecida hasta 1985 como consecuencia de la mezcla de tal política monetaria contractiva con la expansiva política fiscal (reducción de impuestos e incremento del gasto público) llevada a cabo por Ronald Reagan.

Durante el período 1980-85, el dólar se apreció en términos reales un 40 por ciento². Las razones por las cuales una apreciación del tipo de cambio favorece el control de la inflación son, básicamente, cuatro: en primer lugar, la apreciación reduce los precios internos de las materias primas importadas (petróleo, básicamente); en segundo lugar, también se ven reducidos los precios en moneda nacional de todos los demás productos de importación, además de las materias primas; en tercer lugar, la industria nacional, competidora con esos productos de importación se ve forzada también a bajar sus precios y, finalmente, y en cuarto lugar, la pérdida de competitividad causada por la apreciación puede hacer que se reduzca la parte de la inflación causada por excesivas demandas salariales en el sector de bienes comerciables y que esa reducción de la inflación se traslade al resto de la economía.

La lucha contra la inflación llevada a cabo en los primeros años de la década de los 80 en EEUU produjo, en cambio, una importante recesión económica del orden del -2,5% en el año 1982³. Posteriormente, se produjo durante la presidencia de Reagan una importante expansión económica en la que la tasa de crecimiento promedio resultó ser de, aproximadamente, un 3,7%. La cifra es importante, aunque quizás no tan impresionante, sobre todo si se la compara con expansiones anteriores (del orden del 4-5% en los años

¹ Hay quien afirma que, salvo el comportamiento de la inflación, todos los demás indicadores macroeconómicos mostraron un deterioro bajo la Administración Reagan. Ver Branson (1987) y Blinder (1987), entre otros.

² Sachs (1985) argumenta que, en ese período de tiempo, la apreciación del dólar fue responsable de 2,8 puntos de los 6,2 acumulados de reducción de la inflación.

³ Sobre ello, véase Dornbusch, Poterba y Summers (1988).

60 y 70) y también si se tienen en cuenta las altas expectativas de crecimiento que se generaron en el país con la llegada de Reagan a la Casa Blanca.

1.2 Ahorro e Inversión en los 80

Dos variables económicas de especial importancia para el desarrollo económico de cualquier país son el ahorro y la inversión. Ambas se comportaron de forma digna de analizar en EEUU bajo la presidencia de Ronald Reagan. Por lo que se refiere al ahorro, la historia es bien clara: el ahorro del sector privado no hizo más que descender y, por otra parte, como consecuencia de las políticas fiscales expansivas de Reagan, el sector público no hizo más que cada vez desahorrar más.

Como recordaremos más adelante, y tal y como se observa en la Tabla 7, los fundamentos teóricos en los que se basaban los asesores económicos del presidente Reagan (los así llamados “economistas del lado de la oferta”) para vaticinar un incremento en el ahorro privado no fueron corroborados por la realidad.

Por lo que se refiere a la inversión, el comportamiento de la inversión bruta en Estados Unidos en los ochenta resultó ser prácticamente igual al de las dos décadas anteriores. Sin embargo, si se analiza el comportamiento de la inversión neta, se produjo un importante deterioro con respecto a décadas anteriores: en los cincuenta, el promedio de la inversión neta con respecto al PIB resultó ser un 7,0%; en los sesenta, la cifra fue un 7,1%; en los setenta, un 6,7%, y en la década de los ochenta la inversión neta como porcentaje del PIB cayó al 4,7%. La razón de esta aparente contradicción entre el mantenimiento de la inversión bruta y la caída de la inversión neta se explica, en gran parte, por el incremento de la depreciación del capital en EEUU. Fenómeno que, a su vez, entonces, y en gran parte, también actualmente, bien pudiera deberse al hecho de la propiedad cada vez mayor, como más adelante veremos, de activos norteamericanos por parte de extranjeros, con la consecuencia de que, al ser distintas las estrategias inversoras de ambos colectivos, la economía norteamericana acaba estando cada vez más orientada hacia activos de corto plazo en detrimento de los activos de más largo plazo.

En cualquier caso, el hecho, entonces y ahora, de ser Estados Unidos una economía abierta resultó ser, y resulta también ahora, crucial

para permitir, al menos, ese mantenimiento de la Inversión Bruta. Si Estados Unidos hubiera sido una economía cerrada, la importante caída del Ahorro Nacional en los 80, así como actualmente bajo la presidencia de George W. Bush, hubiera provocado, inexorablemente, una importante caída en la Inversión. ¿Cómo, entonces y ahora, en cambio, resultó, y resulta, posible ese mantenimiento de la inversión, a pesar del continuo descenso del Ahorro Nacional? La respuesta estriba en la llegada de un suficiente ahorro externo capaz de cubrir la brecha existente entre el ahorro interno y la inversión. El problema en la década de los ochenta en EEUU es que el país que en 1980 prestó, en términos netos, al exterior 13 mil millones de dólares pasó a recibir prestado del exterior, en esos mismos términos netos, 144 mil millones de dólares, solamente seis años más tarde, en 1986. En los años 80, Estados Unidos pasó de ser un país acreedor neto a un país deudor neto en la esfera financiera internacional, suplantando rápidamente a Brasil como la nación con la mayor deuda externa del planeta.

¿Cuáles fueron los desequilibrios, y si se quiere los costes, a corto y largo plazo, que la política económica de Reagan generó en EEUU? Los más obvios resultaron ser dos: los tremendos déficits fiscales, que hicieron incrementarse sin precedentes la deuda pública, y los no menos importantes déficits de balanza de pagos que catapultaron a Estados Unidos, como acabamos de comentar, al primer lugar en el ranking de países por su deuda externa.

En primer lugar, nos referiremos a los desequilibrios fiscales de la era Reagan para, a continuación, hablar del tema del desequilibrio exterior.

Lo primero que hay que destacar con respecto a los desequilibrios fiscales de la era Reagan es su tremenda magnitud en relación a las presidencias anteriores. En segundo lugar, hay que mencionar la importante reorientación del gasto público que tuvo lugar en Estados Unidos en aquellos años: los gastos de defensa, como se observa en la Tabla 2, crecieron de manera importante, así como los intereses de la deuda, y para dar cabida a tales incrementos de gasto sin incrementos paralelos en los ingresos (más bien todo lo contrario, pues, como se ve en la Tabla 6, bajo la presidencia de Reagan los ingresos fiscales en relación al PIB bajaron del 19,6% al 18,1%), las otras partidas del gasto tuvieron que reducirse del 15,1% del PIB en 1981 al 13,2% en 1988, con todas las implicaciones que esa reducción supuso para muchos gastos sociales. En tercer lugar, los

intereses de la deuda, que en 1981 suponían un 8,7% del total del gasto federal, cinco años más tarde, en 1986, suponían el 16,5%.

¿Cómo pudo llegarse a tal situación crítica de deterioro de la hacienda pública en los Estados Unidos en aquellos años? La explicación se encuentra en el tipo de política económica llevada a cabo por Reagan tras su llegada a la Casa Blanca. Tal política tuvo dos grandes puntales: por un lado, reducción de impuestos; por otro, reducción del gasto público. Por lo que se refiere a los impuestos, el plan de Reagan tenía dos vertientes, una disminuir la imposición personal, la otra disminuir la imposición sobre las empresas. La rebaja en la imposición personal supuso una disminución, escalonada en tres años, del impuesto sobre la renta (en un 5, luego en un 10 y, finalmente, en un 8 por ciento), y, por otra parte, un tratamiento fiscal favorable hacia el ahorro en relación con los planes personales de jubilación. El trato fiscal más favorable para las empresas se instrumentó tanto en una bajada del impuesto de sociedades como en tratamientos fiscales favorables consistentes en acelerar la tasa contable de depreciación. Algunas de estas medidas cambiaron de signo en 1986, pero la reducción de tipos impositivos se mantuvo durante toda la presidencia de Reagan. Todo ello explica que los ingresos fiscales de la presidencia de Reagan giraran en torno al 18 por 100, con un ligero repunte en los dos últimos años de la presidencia.

Por el lado del gasto público, el programa de Reagan prometía prácticamente lo imposible, reducir el gasto público, con una política inmediata de reducción de impuestos (y, por tanto, potencialmente generadora de déficits fiscales), y con una política de defensa tan expansiva como la que se inició en 1982. A pesar del corte tan drástico en los demás gastos del presupuesto, que, bajo Reagan, perdieron del orden de dos puntos porcentuales respecto al PIB, el gasto total se disparó a cifras en torno al 23-24 por ciento del PIB, y sólo en los últimos años fue posible un moderado descenso.

¿Cuáles fueron las servidumbres, a corto y largo plazo, que impusieron los continuos desequilibrios fiscales de la presidencia de Reagan? En primer lugar, y rompiendo con una tendencia descendente desde la Segunda Guerra Mundial, el ratio Deuda Pública/PIB no hizo más que crecer: En 1980, era un 23,1%, en 1986, un 37,2% y en 1989, un 41%. En segundo lugar, los pagos por intereses fueron en aquellos años la partida que más rápidamente creció, con los consiguientes problemas que ello conllevó. En tercer lugar, los déficits fiscales resultaron ser la causa de los

altos tipos de interés de aquellos años que provocaron la masiva llegada de capitales extranjeros que, a su vez, causaron la apreciación del dólar de principios de los ochenta. Ello nos lleva al segundo gran desequilibrio provocado por la política económica de Reagan, el desequilibrio exterior, al que a continuación nos referimos.

El saldo de la balanza por cuenta corriente norteamericana resultó ser, en promedio, positiva durante la década de los 50, del orden del 0,1 por ciento en relación al PIB. En los sesenta, el saldo promedio anual siguió siendo positivo, en torno al 0,5% del PIB. En los setenta, el promedio resultó ser el 0,0%, por lo que en aquella difícil década la balanza por cuenta corriente estuvo equilibrada.

Desde el año 1981, sin embargo, se produjo un importante cambio de tendencia según el cual el promedio anual del saldo deficitario de la balanza por cuenta corriente resultó ser, bajo Reagan, del orden del -1,8%.

¿Cómo se puede explicar tal deterioro tan rápido y de tal cuantía en las cuentas externas de Estados Unidos en aquellos años? La culpa evidentemente hay que cargarla sobre la política económica llevada a cabo en el país durante aquellos años, y en particular hay que afirmar que el culpable número uno, aunque no el único, fue el déficit fiscal. Otros factores explicativos del déficit exterior norteamericano fueron de naturaleza externa. Por un lado, las políticas económicas seguidas en el resto de los países industrializados, en particular las políticas fiscales contractivas llevadas a cabo en Alemania y Japón. En segundo lugar, las políticas liberalizadoras de los movimientos internacionales de capital llevadas a cabo en algunos países, en particular en Japón. Finalmente, y muy importante, la paralización de la concesión de nuevos préstamos a los países en vías de desarrollo, que forzó un ajuste en los mismos, necesitando la aparición de importantes superávits comerciales en estos países y, por tanto, mayores déficits en el resto del mundo⁴.

En cualquier caso, el déficit fiscal norteamericano resultó ser la razón fundamental explicativa del déficit exterior. Estudios llevados a cabo en aquellos años establecían la relación entre ambos déficits, calculando que un incremento de un 1,0 por ciento en el déficit fiscal se traduce en un deterioro de la balanza por cuenta corriente del orden de un 0,66 por ciento. Dado que la balanza de pagos de un país es igual a la diferen-

⁴ Sobre este tema, consultar el excelente trabajo de Dornbusch (1987).

cia entre el ahorro nacional y la inversión. Las variaciones en el desahorro público se transmitirían a la balanza por cuenta corriente en una relación de uno a uno sólo si las otras variables (ahorro privado e inversión) permanecieran constantes. Dicho de otra manera, el déficit exterior norteamericano no llegaría a eliminarse por completo en el caso de que desapareciera el déficit fiscal. Las razones por las que el déficit exterior persistiría bien podrían ser de tipo estructural: de un lado, una tasa de ahorro privado cada vez menor, de otro, la persistencia de oportunidades favorables de inversión en el país que consiguen seguir atrayendo al capital extranjero.

1.3. Estados Unidos como la nación más endeudada del mundo

La consecuencia de los continuos déficits de la balanza de pagos bajo la Administración Reagan fue que los Estados Unidos pasaron en muy pocos años de ser el máximo país acreedor neto del mundo a ser el país con una mayor deuda externa neta. La Tabla 8 nos muestra la posición acreedora/deudora neta del país, alcanzando su máximo histórico, como posición acreedora, en el año 1980. Cinco años más tarde, y tras empeorarse la posición en aproximadamente 700 mil millones de dólares, el país se convirtió en 1985 en deudor neto, algo que no ocurría desde el año 1914.

En efecto, Estados Unidos antes de la Primera Guerra Mundial era un país deudor neto, pues necesitaba recursos con los que se fueron construyendo parte de la infraestructura viaria, portuaria, ferrocarriles, etc. del país. A finales del Siglo XX y principios del XXI, asistimos a la paradoja de una potencia económica mundial recibiendo capital extranjero que, en gran parte, acaba yendo a financiar el consumo público y privado.

Las consecuencias de la acumulación de esa deuda externa, que se inicia como hemos dicho en los 80, pero que como veremos más adelante continúa en los 90 y principios de la primera década del siglo XXI, son variadas: por un lado, la balanza de servicios norteamericana tenderá a verse afectada como consecuencia del empeoramiento de la posición deudora neta de EEUU. Por otro, se resalta el papel de los inversores extranjeros en la economía norteamericana. Ya hemos señalado anteriormente el previsible efecto sobre la inversión: al ser las preferencias de los inversores extranjeros presumiblemente distintas de las de los inversores nacionales, en el sentido de estar más sesgadas hacia la posesión de activos de más

corto plazo, la consecuencia de la creciente posesión de activos norteamericanos por parte de extranjeros bien podría ser una disminución de la formación de capital en el país.

Una vez analizada en detalle la política económica de Reagan que, en lo fundamental, fué continuada por su sucesor George Bush, pasaremos a continuación a presentar la política económica de los demócratas en el período 1993-2000 llevada a cabo por el tándem Clinton-Gore.

II. LA POLÍTICA ECONÓMICA DE CLINTON

II.1. Los éxitos económicos del Presidente Clinton

El presidente Clinton fue elegido en Noviembre de 1992. Clinton era un desconocido político del Sur de Estados Unidos que se atrevió a plantar cara al Presidente George Bush que, además de su relación previa con Ronald Reagan, contaba con un supuesto éxito político por la reciente Guerra del Golfo. Pero la economía resultó ser el talón de Aquiles de los Republicanos en 1992. En realidad, la política económica de Bush no había sido muy distinta a la política de Reagan en sus dos mandatos presidenciales, pero esta vez la ligera recesión de 1991 fue suficiente para inclinar la balanza electoral a favor de los demócratas.

El programa económico de Clinton resultaba muy sencillo: Tras el experimento de 12 años de bajadas de impuestos y de abultados déficits internos y externos, sus asesores le prepararon un programa contrario al de los presidentes Republicanos anteriores (Ronald Reagan y George Bush) en el que la prioridad resultaba ser, y resultaron efectivamente ser, tres objetivos muy sencillos. En primer lugar, disciplina fiscal. En segundo lugar, y relacionado con lo anterior, incremento de la inversión. Finalmente, la puesta en práctica de una firme creencia en las ventajas de la liberalización comercial, válidas también para un país de las características de EE UU.

Los resultados más llamativos de los 8 años de gestión económica del Presidente Clinton fueron los siguientes.

Se crearon más de 22 millones de empleos, gracias a un crecimiento económico medio de, aproximadamente, un 4% durante esos 8 años. El índice de apertura económica (la suma de Exportaciones e Importaciones en relación al PIB) subió 5 puntos porcentuales, pasando del 21% al 26%.

En cuanto al saldo presupuestario, se pasó de un déficit “heredado del Presidente George Bush” de 255.000 millones de dólares en 1993 a un superávit de 236.000 millones que igualmente pudo “heredar” años después, en 2000, el sucesor de Clinton en la Casa Blanca, George W. Bush. Finalmente, la tasa de Inversión respecto al PIB subió la importante cifra de cuatro puntos porcentuales desde 1993 a 2000⁵.

Siguiendo a Frankel y Orszag (2002), podemos destacar los siguientes factores explicativos del extraordinario desempeño económico de Estados Unidos durante los años de la presidencia de Clinton. En primer lugar, y conviene precizarlo cuanto antes, un poco de suerte. Por una parte, porque hasta el año 1999 los precios del petróleo se mantuvieron relativamente bajos. Además, porque a partir de 1995, la conjunción de un dólar apreciado junto con la incipiente deflación en algunos países importantes como Japón, hicieron que resultara más fácil la contención de la inflación en EEUU.

Por otra parte, y muy importante, la caída del muro de Berlín y el consiguiente final de la Guerra Fría permitieron a Clinton reducir sensiblemente los gastos de Defensa y, con ello, ayudar en la consecución de su objetivo de reducción de los déficits fiscales durante su presidencia.

En segundo lugar, hay que referirse a la correcta mezcla de política económica llevada a cabo por Clinton durante sus 8 años de mandato, básicamente una política económica consistente en una política fiscal contractiva asociada a una política monetaria expansiva llevada a cabo por la Reserva Federal.

La decisión más importante de política fiscal llevada a cabo por Clinton fue su Omnibus Budget Reconciliation Act de 1993 (OBRA93) que supuso una subida de los tipos marginales de imposición para los sectores más favorecidos de la sociedad norteamericana. Hay que decir que antes de aprobarse el plan de Clinton, las familias con rentas superiores a \$140.000 pagaban una tasa impositiva marginal del 31%. Después pasaron a pagar el 36%. Igualmente, las familias con ingresos superiores a \$250.000 pasaron a pagar el 39,6% (hay que reconocer que el presidente George Bush ya había subido en su OBRA90 algunos impuestos sobre artículos de lujo, lo cual, junto con la recesión de 1991, seguramente le costara la presidencia) . Ello produjo, junto con

⁵ Para un análisis más escéptico de los logros económicos de Clinton, ver Stiglitz (2003).

la contención del gasto, y gracias también al fuerte crecimiento económico y al boom de la Bolsa de Valores que produjo importantes ingresos fiscales en concepto de plusvalías, el comienzo del fin del período de déficits fiscales y el comienzo de otro período (lamentablemente breve, pues la política económica de Clinton no pudo tener continuidad con la posible política económica continuista de Al Gore, opuesta a la de George W. Bush) de nuevos déficits fiscales en el que, de nuevo, a comienzos del Siglo XXI y como continuación de los 80, se encuentra otra vez la economía norteamericana.

Otra importante decisión de política fiscal de Clinton fue su declaración en el Congreso durante su Discurso de 1998 sobre el Estado de la Unión sobre “Save Social Security First” que empezó a sentar las bases de un uso posible de los incipientes superávits fiscales durante sus últimos años de mandato. La idea era dedicar los mencionados superávits a garantizar las prestaciones futuras de la Seguridad Social, habida cuenta del inminente comienzo del retiro de los llamado “baby boomers”. Ello, como antesala del debate que posteriormente surgió durante la campaña electoral de 2000 en la que otros, básicamente los republicanos, apoyaban el uso de esos superávits para conseguir ulteriores bajadas de impuestos. Pero, sobre este debate, volveremos más adelante.

La Política Monetaria durante los años de Clinton fue ligeramente expansiva. Ello fue posible gracias a los bajos niveles de inflación comentados anteriormente así como a la política fiscal responsable llevada a cabo durante la presidencia de Clinton.

Otro importante factor a tener en cuenta que explica el éxito económico durante la presidencia de Clinton resultó ser la profunda creencia en los beneficios que una mayor apertura económica, o, si se quiere, un incremento de la globalización, reportaría a los EEUU. La presidencia de Clinton comenzó con la firma del NAFTA entre USA, Canadá y México y finalizó con el ingreso de China en la OMC, episodios que explican, en la parte correspondiente, el proceso de incremento de la tasa de apertura económica en 4 puntos porcentuales y que supuso una importante contribución al crecimiento económico de aquellos años. En este asunto, en el que el presidente Clinton puede aparecer menos proteccionista que otros, como por ejemplo el Presidente George W. Bush con sus aranceles al acero y sus subsidios agrícolas, y en otros, como por ejemplo las políticas fiscales expansivas de los presidentes republicanos, frente a la política fiscal contractiva de Clinton, pareciera como si, en temas de política económica,

los demócratas y los republicanos hubieran intercambiado en Estados Unidos sus roles tradicionales.

El último logro importante de la Presidencia de Clinton, que muchas veces resulta ignorado, en parte seguramente por la falta de datos actualizados sobre el tema, resultó ser la mejora en la cohesión social y en la distribución de la renta en Estados Unidos. Como se observa en la Tabla 1, EEUU se ha hecho un país más desigual en los últimos 25 años, pero la presidencia de Clinton, a través fundamentalmente de su política fiscal, aparece como amortiguador de tal tendencia, siendo el único período en el que la Renta Familiar Media creció para los tres quintiles de menores rentas del país y presentando, por otra parte, crecimientos moderados de las rentas de los sectores más beneficiados.

La política fiscal resulta ser, en todo caso, la diferencia crucial entre la política económica de Clinton y la del resto de presidentes republicanos de las dos décadas y media últimas. Clinton se presentó a las elecciones de 1992 con un programa económico en el que proponía una subida de impuestos en caso de ser elegido. Subida de impuestos a los sectores más favorecidos de la sociedad norteamericana, pero subida de impuestos, al fin y al cabo.

2.2 Teoría y Evidencia empírica

El modelo económico en que se basaba tal política era, por un lado, muy distinto a los planteados anteriormente por los equipos económicos de Reagan y George Bush, y, posteriormente por George W. Bush, y, por otro lado, muy sencillo. A continuación, seguiremos básicamente lo planteado en Ball y Mankiw (1995)⁶.

Empecemos por recordar la identidad contable fundamental que sintetiza y resume las interconexiones entre las variables macroeconómicas más importantes de un país:

⁶ Curiosamente, Mankiw acabó siendo nombrado por George W. Bush Presidente de su Consejo de Asesores Económicos, lo que dio lugar a una cierta polémica a principios de la década de 2000 por las aparentes contradicciones entre lo planteado en Ball y Mankiw (1995) y las políticas llevadas a cabo bajo la presidencia de George W. Bush. Sobre ello, véase Frankel (2003).

$$Y = C + I + G + X - IM \quad (1)$$

donde

$Y = \text{P.I.B.}$

$C = \text{Consumo Privado}$

$G = \text{Consumo Público}$

$I = \text{Inversión}$

$X = \text{Exportaciones}$

$IM = \text{Importaciones}$

O, simplificando,

$$Y - A = X - IM \quad (2)$$

donde $A = C + I + G$ es el Gasto Total (o Absorción), Y es el PIB o, su equivalente, la Renta Nacional del país, y X e IM las Exportaciones e Importaciones de bienes y servicios.

La identidad anterior resulta muy útil a la hora de analizar la economía norteamericana, pues una de sus características es la de ser una economía con un déficit secular en sus cuentas exteriores. Lo que nos dice la identidad macroeconómica es que un déficit de balanza de pagos debe, siempre, tener como contrapartida un exceso de Gasto Nacional sobre la Renta del país.

Resulta útil también reescribir la identidad anterior en los siguientes términos:

A partir de (1), si llevamos C a la izquierda y restamos de ambos lados los impuestos T , nos queda:

$$(Y - T) - C = I + (G - T) + (X - IM) \quad (3)$$

donde $(Y - T)$ es la renta disponible tras impuestos y $(Y - T) - C$ es, entonces, el ahorro del sector privado, con lo que la expresión anterior nos quedaría

$$S_{\text{Priv}} + S_{\text{Pub}} - I = X - IM \quad (4)$$

Donde S_{Priv} y S_{Pub} son, respectivamente, el ahorro del sector privado y el ahorro del sector público, definido este último como $(T - G)$.

Esta última identidad, derivada de la primera, puede también sernos muy útil a la hora de explicar la problemática especial de la economía norteamericana, pues en ella aparece otra de las características casi recurrentes de esa economía, su déficit fiscal. Además, la identidad puede sugerir, claramente, la forma en que un déficit fiscal puede conducir a la aparición de un déficit externo. Si el Ahorro Público disminuyera, como consecuencia, por ejemplo, de un déficit fiscal, el resto de las variables contenidas en la identidad deberían comportarse de la siguiente forma: o bien el Ahorro Privado debería compensar el desahorro público, o la inversión debería descender, o finalmente, el déficit externo debería incrementarse. Aunque, podrían lógicamente, ocurrir los tres acontecimientos a la vez.

La evidencia empírica de las últimas dos décadas y media se presenta en la Tabla 4 y refleja, inequívocamente, el descenso secular en EEUU de la Tasa de Ahorro Privado, pasando de un 10,3%, respecto al PIB, durante la primera presidencia de Reagan a un 4,4% durante la primera presidencia de George W. Bush. Por tanto, de las tres posibilidades teóricas presentadas anteriormente, resulta que en EEUU solamente han aparecido como posibles la bajada de la inversión (causada por un presumible incremento de los tipos de interés) y el deterioro de la balanza de pagos por cuenta corriente (consecuencia de la necesaria apreciación del dólar).

El peor de los escenarios posibles de los acabados de presentar sería, lógicamente, el descenso de la Inversión. ¿Cuáles son los efectos a largo plazo de una política fiscal continuada de déficits fiscales? Los efectos a largo plazo son claros. Por un lado, un menor crecimiento económico debido al menor crecimiento del stock de Capital del país y, por otro, una redistribución interna debido al efecto provocado sobre los precios de los factores: menores tasas de crecimiento de los salarios reales y mayores tipos de interés. A largo plazo, además, la política continuada de déficits fiscales provocará, o bien futuras subidas de impuestos, o bien correspondientes bajadas en el gasto público, con los consiguientes efectos redistributivos que tales políticas pueden llevar consigo.

Los déficits fiscales continuados, por tanto, tienen importantes consecuencias sobre la inversión y el futuro económico del país. Además, y como se verá con más detalle en el apartado dedicado al endeudamiento externo, hay que mencionar los importantes efectos que los continuados déficits externos pueden provocar en variables tan importantes como el

tipo de cambio y la capacidad futura de endeudamiento externo que pueda tener el país.

En términos de porcentajes sobre el PIB, todo lo anterior, y la historia de las seis últimas presidencias norteamericanas, se observa claramente en la Tabla 4. En la Tabla, se observa, en primer lugar, el anteriormente comentado descenso secular en la tasa de Ahorro Privado del país.

El Ahorro Privado Neto suponía durante la Presidencia de Reagan aproximadamente el equivalente al 9,5% del PIB y, posteriormente, ha ido descendiendo paulatinamente hasta situarse en el 4,4% del PIB en la primera presidencia del Presidente George W. Bush.

En la Tabla 4 también se observa claramente la evolución del Ahorro Público Neto en Estados Unidos, consecuencia de las políticas fiscales llevadas a cabo en cada una de las seis presidencias. La segunda presidencia de Clinton, entre los años 1997 y 2000 se presenta, en este aspecto, como una especie de oasis, dentro de las abultadas cifras de déficit del resto de los periodos.

Igualmente, la segunda presidencia de Clinton se presenta como la única que consigue, también, hacer crecer la Tasa de Ahorro Nacional, alcanzando la cifra, casi record, de un 6,1% en términos netos.

En una economía cerrada al exterior, tales descensos en las tasas de Ahorro Nacional hubieran supuesto, inevitablemente, unas caídas similares en la Inversión. La inversión neta, descontada la depreciación del capital, que aparece en la columna (4) de la Tabla 4 nunca ha caído, sin embargo, por debajo del 6%, gracias al importante ahorro externo que, durante las seis presidencias estudiadas, ha llegado, más o menos confortablemente, a EEUU.

Por supuesto que tales déficits externos tienen su aspecto negativo, pero de momento conviene destacar que, gracias a ellos, la economía norteamericana ha podido mantener unos niveles aceptables de inversión, con sus niveles más altos durante las presidencias de Reagan (8,4% de promedio) y Clinton (7,6% de promedio), y con los niveles más bajos durante las presidencias de ambos Presidentes Bush, padre e hijo, (6,2% de promedio).

III. LA PRESIDENCIA DE GEORGE W. BUSH Y EL RETORNO DE LOS DEFICITS

III.1. Introducción

En la campaña electoral norteamericana del año 2000 entre Al Gore, Vicepresidente con Clinton durante sus dos mandatos presidenciales, y George W. Bush, una de las principales cuestiones económicas planteadas fue, precisamente, qué hacer con los 236.000 millones de dólares de superávit presupuestario del último año de mandato del presidente Clinton.

Se barajaban tres posibilidades: bajar los impuestos (la opción preferida por Bush), incrementar el Gasto Público, o dedicar el superávit a amortizar una parte de la Deuda Pública existente (la opción preferida por Al Gore).

Como bien se sabe, un puñado de votos (alrededor de 500) en el estado de Florida decidieron la presidencia a favor del candidato republicano y, lógicamente, su opción de bajada de impuestos fue la que enseguida se puso en marcha, con los efectos que a continuación se presentarán.

III.2. El papel de la Reserva Federal

Conviene mencionar brevemente el papel desempeñado por Alan Greenspan, Presidente de la Fed, en el contexto del debate antes mencionado y en relación también con la decisión final de Bush de bajar los impuestos.

Durante las dos presidencias de Clinton, Greenspan se había venido mostrando siempre favorable a una política de disciplina fiscal consistente en la disminución progresiva de los déficits fiscales en EEUU, tal y como venía llevando a cabo el equipo económico de Clinton. Incluso, y en relación con el presupuesto de la Seguridad Social, antes de ser Presidente de la Fed, Greenspan había presidido una Comisión que, claramente, recomendó subidas de contribuciones para poder seguir financiando, con la mirada puesta en la jubilación de los pensionistas de la generación del “baby boom”, prestaciones cada vez mayores. En Julio del año 2000, seguía claramente defendiendo una “política continuada de disciplina fis-

cal que contribuiría al mantenimiento de una robusta expansión de la economía norteamericana en el futuro”⁷.

Pero llegaron las elecciones de Noviembre de 2000 y, poco a poco, las opiniones de Greenspan sobre las bondades de la disciplina fiscal comenzaron a cambiar. Coincidiendo prácticamente con la toma de posesión de George W. Bush, en una comparecencia ante el Senado, el 25 de Enero de 2001, Alan Greenspan empezaba a cambiar su discurso, y en tal comparecencia empezó a defender la política fiscal de reducción de impuestos que preconizaba el ya Presidente George W. Bush. Lo que a muchos, entonces, sorprendió fue el tipo de razonamiento que el Presidente de la Fed utilizó para convencer a los senadores de la necesidad de un recorte fiscal: ¡la “peligrosa”, según Greenspan, disminución de la deuda pública que se originaría, de seguir la propuesta de Al Gore de continuación de la disciplina fiscal de los años 90!

La Tabla 2 refleja el crecimiento de la Deuda Pública en EEUU desde el final del mandato del Presidente Carter, en 1980, como lógica consecuencia de las políticas de déficits fiscales de los Presidentes Reagan y George Bush. Como se observa, la Deuda Pública se multiplica prácticamente por dos en los años que van desde que Carter deja la Casa Blanca hasta que lo hace George Bush, pasando del 32% respecto al PIB norteamericano al 60%.

La política de disciplina fiscal de Clinton deja tal ratio en el 58% y, entonces, tras la victoriosa electoral de George W. Bush y sus promesas de descensos de impuestos, aparece Alan Greenspan alertando de los supuestos males que sobre la economía norteamericana acarrearía la continuación del tipo de política fiscal llevada a cabo por Clinton durante los 8 años anteriores.

Lo que Greenspan planteaba en su comparecencia de Enero de 2001 era el supuesto peligro que ocurriría si la Deuda Pública, de seguir con las políticas de disciplina fiscal de los demócratas, llegara a desaparecer en un futuro inmediato. El grave problema que aparecería, según Greenspan, sería que dejarían de existir “los bonos de primera calidad que (el sistema financiero) necesitaba”.

Hay quien piensa que ello no fue más que una excusa a ofrecer por parte de Greenspan. Otros, como el Premio Nobel de Economía Paul

⁷ Véase Krugman (2004).

Samuelson, en 2005, hablaban con claridad de la peligrosa política fiscal llevada a cabo, con el apoyo de Greenspan, por George W. Bush:

“...en la década de 1990, el prudente superávit presupuestario de Clinton-Rubin fue justamente lo que los expertos juiciosos prescribieron para una economía de bajo ahorro y excesivo consumo privado que se enfrentaba a una futura revolución demográfica.

Lo que pasó a continuación es que los generalmente serios gobernadores de la Reserva Federal se convirtieron en locos nerviosos y empezaron a preocuparse demasiado por el hecho de que se liquidara tanta deuda pública como para privar al sistema financiero de la cuota de bonos de primera calidad que necesita (sin bonos, ¿cómo podría trabajar la Reserva Federal para suavizar las recesiones y las inflaciones? Bah! ¿Y en qué medida empeorarían la deflación y las trampas de liquidez?).

El sabio y taimado Greenspan, en lugar de ampliar el tipo de activos que la Reserva Federal podría comprar y vender en esa situación remota, cometió el peor error de su larga y distinguida carrera, y, como ahora lamenta, bendijo temporalmente las desastrosas deducciones fiscales que Bush concedió a los ricos.”⁸

Cómo Greenspan pasó de ser el serio gobernador de la Fed a ser el “loco nervioso”, del que habla Samuelson, es un tema que aclararán en el futuro los historiadores económicos. Lo que está claro es que, sin el súbito apoyo de Greenspan, quizás al Presidente George W. Bush le hubiera costado mucho más llevar adelante su “desastrosa” política fiscal.⁹

III.3 La política fiscal de George W. Bush

Como decíamos más arriba, una de las características más recurrentes de la economía norteamericana desde principios de los 80, a excepción del período de la presidencia de Clinton, es la presencia de fuertes déficits fiscales. Salvo el período mencionado de Clinton, y dos o tres años durante la primera crisis del petróleo de 1975-77, hay que remontarse a los años de la Segunda Guerra Mundial para encontrar tan abultados déficits en las cuentas del sector público en Estados Unidos. La Tabla 4 presenta los valo-

⁸ Samuelson (2005).

⁹ Para otros autores que califican de “irresponsable” la política fiscal de George W. Bush, ver Krugman (2003), Stiglitz (2004) y Bosworth (2006).

res del déficit fiscal desde el año 1981. Tales cifras (el mayor déficit fiscal se alcanzó en 1986 con un 6,5 por ciento del PIB) hay que contrastarlas con un promedio de déficit del 0,9 por ciento respecto al PIB en el período 1947-1980.

¿Qué sucedió en la década de los 80 y principios de los 90, y ahora, veinte años después, en Estados Unidos que explique esos altos déficits fiscales y, en parte los correspondientes altos déficits externos de la economía norteamericana? La explicación hay que encontrarla en el tipo de política fiscal llevada a cabo por los tres presidentes republicanos (Ronald Reagan, George Bush y George W. Bush). Básicamente se trata de políticas fiscales incapaces de reducir el gasto público, que han estado acompañadas por importantes políticas de reducción de impuestos

Con respecto a las reducciones de impuestos, éstas han sido basarse en una serie de proposiciones, escasamente refrendadas por la evidencia empírica, que incluso algunos han llegado a definir como pertenecientes a lo que podría denominarse “Economía Vudú”¹⁰, y que fascinó y continúa fascinando y subyugando a políticos alrededor del mundo¹¹. Las dos más importantes son las siguientes.

La curva de Laffer: según la cual una reducción de tipos impositivos acabaría produciendo un incremento de ingresos fiscales y por tanto una eliminación de un déficit fiscal, o la generación de un superávit.

La Teoría de la Equivalencia Ricardiana: según la cual, la aparición de un déficit no tendría por qué implicar un descenso del Ahorro Nacional en un país, pues sucedería que el sector privado lo compensaría ahorrando más, con lo que el efecto de “crowding out” sobre la inversión desaparecería.

Como vemos, en cambio, en la Tabla 3, que presenta los ingresos fiscales en EEUU desde la presidencia de Carter, claramente las consecuencias de las bajadas de impuestos de Reagan y George Bush fueron un continuado descenso de los ingresos fiscales en el país, mientras que con la llegada de Clinton a la Casa Blanca, el proceso se revierte, llegando a

¹⁰ Véase DeLong (2004).

¹¹ El caso más notorio quizás sea el del Secretario del Tesoro con Ronald Reagan, Don Regan, quien, en su libro de memorias *For the Record* (St. Martin's Press, 1988) escribe, en su página 214: “(su) muy fuerte opinión de que un resorte de impuestos producirá más ingresos fiscales que los producidos por una subida de impuestos”. Y en su página 173: “La mayor recaudación fiscal se financiaría no con mayores impuestos, sino con menores tasas impositivas que producirán más dinero para el gobierno al incentivar unos mayores beneficios de empresas y trabajadores”.

alcanzar en 2000 una cuantía equivalente al 20,8% del PIB. Lo que ha conseguido el Presidente George W. Bush, con sus bajadas de impuestos resulta ser histórico, pues los ingresos fiscales en EEUU resultan ser en 2003 del orden del 17,3% del PIB, el nivel más bajo desde la época de Eisenhower.

Con respecto a la teoría de la Equivalencia Ricardiana, los datos de la Tabla 4 igualmente evidencian el incumplimiento de tal proposición. Como vemos, el Ahorro Privado no ha dejado de disminuir en EEUU en los últimos 25 años, independientemente del tipo de política fiscal llevada a cabo en la Casa Blanca, con lo que en los períodos de presidencias republicanas el Ahorro Nacional no ha hecho más que descender, generando el consecuente proceso de “crowding out” de la Inversión y, en su caso, el deterioro de la balanza de pagos por cuenta corriente. Sólo bajo la presidencia de Clinton, EEUU consigue enderezar la caída del Ahorro Nacional y, al mismo tiempo, mantener altas tasas de Inversión Neta en torno a una cifra promedio del 7,6 %.

En cualquier caso, el Presidente George W. Bush aparece en la historia económica de EEUU como un continuador de las políticas fiscales de su padre y de Ronald Reagan, causando similares descensos en la recaudación fiscal en EEUU. Las principales medidas de política fiscal llevadas a cabo por George W. Bush durante su primer mandato presidencial resultan ser las siguientes: En Abril de 2001, la *Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act (EGTRRA)* que significó una reducción gradual en el impuesto sobre la renta, sobre el período 2001-2006, de modo que el tipo impositivo máximo del 39,6% pasó al 35%, y los restantes tipos del 36%, 31% y 28% se redujeron en tres puntos porcentuales. Igualmente, se estipuló la eliminación gradual, con el horizonte último del año 2010, del impuesto sobre bienes inmuebles. El coste, en el período mencionado de 10 años, de tales medidas se calculó en 1,35 billones de dólares, teniendo en cuenta tanto los recortes graduales como el hecho de que, al vencimiento, en el año 2010, todos los tipos impositivos revertirían a sus valores iniciales en 2001.

Dejando de lado algunas otras medidas fiscales introducidas en Marzo de 2002 como consecuencia de los atentados del 11 de Septiembre de 2001, la otra gran medida de política fiscal a mencionar es la *Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act (JGTRRA)* de Febrero de 2003 que actualiza las medidas de 2001 e introduce una bajada del impuesto sobre las plusvalías. Todo ello, con un coste adicional de 1,3 billones de dólares sobre el período 2004-2013.

III.4. El Deficit Fiscal, el Déficit Externo y la problemática de la Deuda Externa en EE.UU.

Decíamos más arriba que, por definición, una disminución del Ahorro Nacional ha de provocar o bien una disminución de la Inversión (sin variación en el saldo de la balanza por cuenta corriente) o bien un deterioro de la balanza por cuenta corriente (manteniéndose constante, entonces, la Inversión) o las dos cosas a la vez. En la Tabla 4 se observa la evolución de la Balanza de Pagos por cuenta corriente norteamericana en las últimas dos décadas y media. En ella se aprecia, como característica recurrente de la economía norteamericana desde los años 80, los abultados déficits externos de su economía. Ello, en contraste con las décadas de los 50, 60 y 70, donde tradicionalmente Estados Unidos mantuvo superávits en su balanza de pagos por cuenta corriente, aunque si bien por importes no excesivamente altos.

En cualquier caso, y como veremos enseguida con más detalle, los déficits externos pueden empezar a plantear serios problemas a la economía norteamericana, así como a la opinión pública del país que ve en ello un símbolo del deterioro de la situación económica del país en la escena mundial.

Lo que la opinión pública no suele a menudo entender es que dichos déficits no son más que la consecuencia de una insuficiencia del ahorro nacional con respecto a los niveles de inversión que necesariamente hay que financiar. Por tanto, los déficits de la balanza de pagos norteamericana son lógica consecuencia de un escaso ahorro que es incapaz de financiar el mínimo necesario de inversión.

Durante los 80 y los 90, por tanto, los déficits externos resultaron ser para Estados Unidos un auténtico salvavidas que consiguió mantener la inversión a unos niveles mínimamente adecuados para el mantenimiento de tasas de crecimiento aceptables.

El comienzo del Siglo XXI puede presentarse, sin embargo, problemático para la economía norteamericana, como consecuencia de las continuadas políticas fiscales deficitarias del Presidente George W. Bush.

Una de las razones en las que se basa tal proyección es el paso, tan extraordinariamente rápido, de Estados Unidos desde la situación de nación acreedora por antonomasia en la escena monetaria internacional a la de nación con la mayor deuda externa neta del planeta. Tal transición se

presenta en la Tabla 8, donde se observa que el cambio de acreedor neto a deudor neto tiene lugar en el año 1985, bajo la presidencia de Ronald Reagan, cifrándose actualmente la Deuda Externa Neta de EEUU en el equivalente al 24% del PIB y, calculándose por el Fondo Monetario Internacional que, de seguir tal tendencia, en los próximos años tal cifra se acercará rápidamente a niveles de endeudamiento externo sin parangón para un país industrializado.

La siguiente razón tiene que ver con los datos que se presentan a continuación en la Tabla 6. Como se observa, de seguir la tendencia, el déficit externo de Estados Unidos pronto será imposible de financiar, pues no habría ahorro suficiente en el resto del mundo para tal cometido. Y todo ello, independientemente de que el país industrializado más rico del mundo esté drenando una cantidad ingente de recursos que bien podrían, alternativamente, dirigirse a los países deudores naturales, tales como los países emergentes y los países en vías de desarrollo.

Las cifras concretas referidas al año 2004 resultan ser las siguientes: el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos resultó ser de 660.000 millones de dólares que, junto con los déficits de otras zonas o países deficitarios (Australia, con 32.000 millones de dólares y Nueva Zelanda, con 4.000 millones de dólares, entre otros) suman 783.000 millones de dólares de déficit global en ese año, al que lógicamente se contraponen los siguientes superávits de balanza de pagos por cuenta corriente del Resto del Mundo: Asia (313.000 millones de dólares), Países Exportadores de Petróleo (195.000 millones de dólares), Europa (85.000 millones de dólares), Canadá (28.000 millones de dólares) y otras zonas del mundo, entre ellas, paradójicamente, América Latina (9.000 millones de dólares) y Africa (2.800 millones de dólares).

Relacionado en parte con lo acabado de mencionar, se presentan, finalmente, un último grupo de razones basadas en la diferente situación económica y política mundial existente hoy en día, en comparación con décadas anteriores.

En particular, autores como Roubini y Setter (2004), Obstfeld y Rogoff (2004) y Kenen (2005) plantean tales diferencias en los siguientes términos.

En primer lugar, porque en los últimos años se observa que vienen siendo los Bancos Centrales de los países asiáticos (y muy especialmente, el Banco Central de China) los compradores, necesarios, de activos en dóla-

res (básicamente Bonos del Tesoro norteamericano) que financian el déficit por cuenta corriente de los Estados Unidos. El problema es que la voluntad compradora por parte de esos Bancos Centrales pudiera ir cambiando, más o menos paulatinamente, en el futuro. Las razones de tal cambio posible de actitud podrían ser debidas a una depreciación importante del dólar (con las consiguientes pérdidas para esos países detentadores de dólares), a los bajos tipos de interés en EEUU y/o a la débil motivación que dichos países asiáticos pudieran tener para seguir manteniendo lo que algunos han llegado a denominar, en referencia especial al sistema de fijación del tipo de cambio de la moneda china con el dólar, como una especie de Sistema de Bretón Woods II¹².

En segundo lugar, por la irrupción, desde el año 1999, del euro en la escena económica internacional. El papel del dólar como moneda hegemónica en el comercio y las finanzas internacionales podría, poco a poco, ir cambiando, con lo que a EEUU le resultaría cada vez más difícil absorber ese actual 85% del ahorro mundial. Las razones por las que es previsible tal crecimiento del euro como moneda de reserva internacional son, básicamente dos: por un lado, la consolidación del proyecto del euro en Europa, con la importante incorporación, a los efectos mencionados, de otras monedas como la libra esterlina, y, por otro lado, y muy importante, la propia evolución de la economía norteamericana y el tipo de políticas económicas (básicamente, la política fiscal) que, previsiblemente, se seguirían llevando a cabo en EEUU en los próximos años.

Existen actualmente previsiones que apuntan a que en un futuro próximo las reservas internacionales de divisas estarán divididas un 32 por ciento en euros y un 48 por ciento en dólares. Otras estimaciones apuntan a que, en el año 2010, las proporciones de dólares y euros serán las mismas, de modo que de un total de 3,2 Billones de Dólares, 1,2 estarán en dólares, 1,2 estarán en euros y 0,8 en otras monedas¹³.

¿Qué ocurrirá, por otra parte, de aquí al futuro inmediato, con respecto al importantísimo precio que representa el tipo de cambio entre el dólar y el euro?

Mirando al pasado, hay que decir que, en la evolución del tipo de cambio del dólar con el euro, se observa inicialmente un período de apre-

¹² Véase Dooley, Folkerts-Landau y Garber (2004).

¹³ Ver Frankel y Chinn (2005).

ciación del dólar frente al euro que algunos autores han fundamentado quizás en la excesiva infravaloración del dólar de mediados de 1995 así como en el exitoso crecimiento económico de Estados Unidos hasta principios del nuevo milenio, para posteriormente pasar a un período más largo, en el que nos encontramos actualmente, de depreciación del dólar y que es previsible que seguirá manteniéndose en el futuro próximo, quizás, por dos razones. Una, la anteriormente comentada diversificación hacia el euro en detrimento del dólar

La otra, y seguramente más importante, la necesaria corrección del desequilibrio exterior de la economía USA que venimos observando en los últimos tiempos, con el consiguiente incremento de su posición deudora neta frente al exterior.

Por supuesto que, en el debate actual sobre la sostenibilidad de las cuentas externas norteamericanas, hay autores¹⁴ que piensan que tal situación no es tan crítica. A continuación, se presentan brevemente tales argumentos. El primero, plantea que no hay que preocuparse, pues todo se debería a un importante crecimiento de la inversión en el país. Frente a ello hay que decir que, durante los primeros cuatro años de la presidencia de George W. Bush la inversión decrece hasta el 6%, respecto al PIB, en términos netos, y sólo en los años 2005 y principios de 2006 la inversión crece hasta alcanzar el 8% respecto al PIB (el mismo nivel que en 1996, bajo la presidencia de Clinton).

El segundo plantea que en realidad el problema no es el déficit fiscal norteamericano, sino el descenso en la tasa de ahorro privado, con lo que estos autores siguen pensando que todo se solucionará cuando las políticas fiscales del presidente George W. Bush consigan incrementar la tasa de ahorro privado del país. El problema es que, como consecuencia justamente de esas políticas fiscales, la tasa de ahorro privado en EEUU se acaba de convertir en 2006 en negativa.

El tercer argumento plantea que, en realidad, el problema no es tanto el descenso de la tasa de ahorro en Estados Unidos como la existencia de una superabundancia de ahorro en el resto del mundo. Lo que olvidan estos autores es que, en realidad, lo que ocurre fuera de las fronteras de Estados Unidos es una situación de escasa inversión respecto a sus facilidades de ahorro, con lo que tan pronto como fuera de EEUU se produje-

¹⁴ Ver, entre otros, Cooper (2005) y Cline (2005).

ra un importante aumento de la inversión, tal sobreabundancia de ahorro desaparecería.

El cuarto razonamiento plantea que, en realidad, los mercados financieros mundiales son suficientemente grandes como para seguir aceptando sin problemas la deuda norteamericana. Hay que decir, evidentemente, que la problemática de la deuda norteamericana es comparable a la de otros países deudores como, por ejemplo, Argentina o Brasil. Pero el deterioro drástico de algunos indicadores, como el presentado más arriba referido al ratio Deuda/PIB, así como el del ratio Deuda Externa/Exportaciones (importante en EEUU debido al bajo ratio Exportaciones/PIB) que alcanzó en 2004 un valor de 280%, bien podrían presagiar problemas futuros para la economía de los EEUU.

Un quinto razonamiento plantea que los problemas no son tan graves debido a los beneficiosos efectos que la valoración de activos plantea para Estados Unidos. La razón estriba en el hecho de que los Estados Unidos obtienen una rentabilidad mayor por los activos extranjeros que posee (mayoritariamente Inversión Extranjera Directa en el extranjero) que lo que tiene que pagar en contrapartida por los activos americanos en poder de extranjeros (mayoritariamente Bonos del Tesoro). Además, recientemente como consecuencia de la apreciación de las monedas extranjeras, los Estados Unidos han experimentado importantes ganancias de capital por la revalorización de sus activos extranjeros. Todo ello, evidentemente, seguirá dependiendo en el futuro del hecho de que el dólar siga siendo la moneda hegemónica internacional.

Un último argumento tiene que ver con el papel que viene desempeñando China en los últimos años y que a algunos autores les ha parecido que, de algún modo, recuerda al funcionamiento del Sistema Monetario Internacional de Bretton Woods, de modo que incluso esos autores han llegado a hablar de un nuevo Sistema Bretton Woods II en el que China estaría actualmente cumpliendo el papel que en su momento desempeñó Europa (básicamente, Alemania), manteniendo al dólar y acumulando ingentes cantidades de activos en dólares. El problema es que esta situación pudiera muy bien ser insostenible, por lo que podíamos estar ante una especie de reedición del Sistema de Bretón Woods, pero quizás estemos más cerca de una situación similar a la del final de dicho Sistema en 1973 que a la de su inicio en 1945. Tres razones nos pueden hacer pensar en ello: primero, la movilidad del capital es mucho más alta ahora que cuando funcionaba el Sistema de Bretón Woods; segundo, a diferencia de lo ocurrido

entonces, los Bancos Centrales bien pudieran desentenderse del mantenimiento del Sistema; tercero, China por razones estrictamente internas podría en un futuro cercano dejar su actual política de tipo de cambio fijo con el dólar.

III.5. El futuro de la economía norteamericana.

Puede entonces plantearse que, en las últimas dos décadas y media, el problema fundamental de la economía norteamericana ha resultado ser la escasez relativa de ahorro o, lo que es lo mismo, el excesivo consumo, tanto del sector privado como del sector público. Habida cuenta del escaso ahorro del sector privado, no queda más remedio que afrontar el problema a través de una política fiscal que incremente la recaudación fiscal y disminuya el gasto público. Tal fue exactamente la política fiscal llevada a cabo por el presidente Clinton. Exactamente lo contrario de lo que ha venido haciendo el presidente George W. Bush durante su primer mandato, y, por lo que se ve, también durante su segundo mandato, a diferencia de los cambios efectuados tanto por Ronald Reagan y George Bush al final de sus mandatos presidenciales, en los que no quedó más remedio que elevar, aunque moderadamente, los impuestos.

El problema se presenta serio. En gran parte, todo dependerá de la actitud de los países acreedores de Estados Unidos y de cómo se vaya a ir corrigiendo en el futuro el déficit exterior de la economía norteamericana.

Tal corrección ha de implicar necesariamente las dos políticas tradicionales de ajuste.

Por un lado, una política de variación en la composición del gasto, a través de una necesaria depreciación del dólar. Por otro lado, una política de ajuste del gasto, a través de un mayor gasto del resto del mundo y uno menor en Estados Unidos.

La depreciación del dólar, a su vez, será más o menos abrupta en función de algunos de los razonamientos esgrimidos más arriba. Se necesita, en particular, para una depreciación ordenada del dólar, la necesaria apreciación de la moneda china, algo que ya está empezando a ocurrir desde mediados de 2005. Igualmente, sería conveniente el cambio de política fiscal en Estados Unidos, hacia una mayor disciplina fiscal, que ayudaría a convencer a los países acreedores de Estados Unidos de la sostenibilidad de la posición deudora del país.

Así mismo, y preferiblemente a través de alguna forma de coordinación de políticas económicas instrumentada en foros como el del G-8, se necesitaría la ejecución de políticas económicas más expansivas en las zonas relativamente más estancadas del planeta, como Japón y la Unión Europea.

En cualquier caso, y por la parte que le corresponde a Estados Unidos, los desajustes de su economía empiezan a presentar cifras preocupantes, el déficit por cuenta corriente alcanza ya el 6,5% del PIB¹⁵ y el ratio Deuda Externa/PIB alcanzará pronto el 30%. Se impone, por tanto, la vuelta a la disciplina fiscal. Un país, como EEUU, con niveles tan bajos de ahorro, no puede permanecer indefinidamente dependiendo del ahorro externo para financiar sus tasas de inversión. Si no se produce un importante cambio en su política fiscal, no quedará más remedio que aceptar un deterioro en la inversión y, por tanto, en el crecimiento económico del país. Además, habrá que tener en cuenta que, aunque desde 1995 se ha producido en el país una importante mejora en el crecimiento de la productividad, en la próxima década la economía norteamericana tendrá que enfrentarse al importante reto que, sobre las cuentas de la Seguridad Social, planteará el retiro de la generación de norteamericanos que se vino en llamar del “baby boom”, posterior a la finalización de la Segunda Guerra Mundial.

¿Cuáles serían, si todo ello no se produce, los previsibles costes económicos, a corto y largo plazo, a los que irremediamente se enfrentaría Estados Unidos?

A largo plazo, inequívocamente, el coste de la baja tasa nacional de ahorro de EEUU, independientemente de que provenga de una baja tasa de ahorro privado o de los excesivos déficits fiscales ya estudiados, será un menor crecimiento económico.

A medio plazo, un peligroso coste lo representa el previsible aumento del proteccionismo en Estados Unidos.

Por lo demás, a corto y medio plazo, si la política económica del Presidente George W. Bush continúa igual no serían de extrañar tanto una importante depreciación del dólar como importantes subidas de los tipos de interés (con sus perniciosos efectos sobre el mercado de bonos en Estados Unidos).

¹⁵ Sobre los riesgos que la evidencia histórica recuerda a los países con déficits superiores al 5% véase Edwards (2004).

Todo ello podría acabar implicando una importante pérdida de hegemonía económica, e incluso política, para los Estados Unidos que, como se indicaba más arriba, dependerá en gran parte del papel que le toque acabar desempeñando al euro en la nueva economía mundial. Hay autores, por ejemplo, que plantean la posibilidad de que el euro adelante al dólar como moneda de reserva internacional tan pronto como en el año 2022. Ello provocaría para los Estados Unidos, no solamente unos menores beneficios en concepto de señoría, sino también la posibilidad de un descenso en ese “exorbitante privilegio”, comentado también anteriormente, de constituirse en una especie de banquero mundial tomador de depósitos a corto plazo a bajos tipos de interés a cambio de inversiones a mayor plazo que generan remuneraciones mucho más altas.

Por todo ello sería recomendable, por tanto, que, más pronto que tarde, Estados Unidos cambie el rumbo de su política fiscal, de modo que mayores tasas de ahorro, mayores tasas de inversión y una mayor integración en la economía mundial resultarán ser los garantes del progreso de la economía norteamericana en el futuro.

IV. BIBLIOGRAFÍA

- Auerbach, A. (2000): “Formation of Fiscal Policy: The Experience of the Past 25 Years”, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review. (Disponible en <http://www.ny.frb.org/research/epr/00v06n1/0004auer.pdf>)
- Ball, L. y N. G. Mankiw (1995): “What Do Budget Deficits Do?”, en Federal Reserve bank of Kansas City (ed.), Budget Deficits and Debt: Issues and Options. (Disponible en <http://www.kansascityfed.org/PUBLICAT/SYMPOS/1995/pdf/s95manki.pdf>)
- Blanchard, O. J. (1987): “Reaganomics”, *Economic Policy*, Vol. 5.
- Blinder, A. (1987): *Hard Heads, Soft Hearts: Tough-Minded Economics for a Just Society*, Addison-Wesley.
- Bosworth, B. (2006): “The Budget Crisis: Is It All Dèjà Vu?”, The Brookings Institution Issues in Economic Policy, N. 2. (Disponible en http://www.brook.edu/views/papers/200602_iiep_bosworth.htm)
- Branson, W. (1987): “Discussion”, en Blanchard, O. J.

- Dornbusch, R. (1987) : “Our LCD Debts”, en Feldstein, M. (ed.), *The United States in the World Economy*, The University of Chicago Press.
- Cline, W. (2005): *The United States as a Debtor Nation*, Institute for International Economics.
- Cooper, R. (2005): “Living with Global Imbalances: A Contrarian View”, *Policy Briefs in International Economics*, no. PB05-3, Institute for International Economics.
- DeLong, B. (2004): “Taming Voodoo Economics”. (Disponible en <http://www.project-syndicate.org>)
- Dooley, M.P., D. Folkerts-Landau y P.M. Garber (2004): “The Revived Bretton Woods System”, NBER Working Paper 9971.
- Dornbusch, R., J. Poterba y L. Summers (1988): “Macroeconomic Policy Should Make Manufacturing More Competitive”, *Harvard Business Review*, noviembre-diciembre.
- Edwards, S. (2004): “Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals, and Sudden Stops”, *IMF Staff Papers*, Vol. 51. (Disponible en <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2003/00-00/e.pdf>)
- Frankel, J. (2003): “What Can an Economic Adviser Do When HE Disagrees with the President?”, *Challenge* (Mayo-Junio). (Disponible en <http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel>).
- Frankel, J. (2004): “Twin Deficits and Twin Decades”. (Disponible en http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel/Twin_Deficts_Twin_Decades.pdf)
- Frankel, J. y P. Orszag (eds.) (2002): *American Economic Policy in the 1990s*, The MIT Press. (Introducción del libro disponible en <http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel/amecpd90.PDF>)
- Frankel, J. y M. Chinn (2005): “Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?”, NBER Working Paper 11508.
- Kenen, P. (2005): “Stabilizing the International Monetary System”, *American Economic Review* (mayo). (Disponible en <http://www.princeton.edu/~pbkenen>)
- Krugman, P. (2004): “The Maestro Slips Out of Tune”, *The New York Times Magazine* (6 Junio). (Disponible en <http://www.pkarchive.org/economy/MaestroSlipsOutOfTune.html>)

- Krugman, P. (2003): *The Great Unraveling: Losing Our Way in the New Century*, W. W. Norton. (Prefacio del libro disponible en <http://www.wnyc.org/books/20427>)
- Obstfeld, M. y K. Rogoff (2004): “The Unsustainable US Current Account Position Revisited”, NBER Working Paper No. 10869, Octubre. (Disponible en <http://elsa.berkeley.edu/obstfeld/index.html>)
- Roubini, N. Y B. Setser (2004): “The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances”. (Disponible en <http://www.stern.nyu.edu/~roubini>)
- Sachs, J. (1985) : “The Dollar and the Policy Mix, 1985”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- Samuelson, P. (2005): “Soluciones para la Seguridad Social”, *El País* , Madrid (12 y 19 de Junio).
- Stiglitz, J. (2003): *The Roaring Nineties: A New History of the World’s Most Prosperous Decade*, W.W. Norton.
- Stiglitz, J. (2004): “Bush’s Four Years of Failure” (Octubre) (Disponible en <http://www.project-syndicate.org>)

Tablas

Tabla 1
EEUU: Renta Familiar Real Media Antes de Impuestos
(Cambio Porcentual)

Categoría	1977	1993	1999	1977-1999	1993-1999
Quintil 1	\$10.000	\$7.800	\$8.400	-16,0%	7,7%
Quintil 2	\$23.700	\$19.600	\$21.200	-10,5%	8,2%
Quintil 3	\$36.400	\$32.300	\$35.400	-2,7%	9,6%
Quintil 4	\$49.300	\$49.000	\$53.000	7,5%	8,2%
Quintil 5	\$94.300	\$114.000	\$132.000	40,0%	15,8%
Media	\$42.900	\$44.100	\$49.500	15,4%	12,2%
10% más rico	\$125.000	\$158.000	\$188.000	50,4%	19,0%
5% más rico	\$166.000	\$225.000	\$276.000	66,3%	22,7%
1% más rico	\$356.000	\$584.000	\$719.000	102,0%	23,1%

•Cifras en dólares del año 1995.

Fuente: Auerbach (2000).

Tabla 2
Deuda Pública en EEUU (en porcentaje del PIB)

1980	32%
1984	40%
1988	50%
1992	60%
1996	68%
2000	58%
2004	62%

Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis, National Economic Trends, 2005.

Tabla 3
Ingresos Fiscales en EEUU, como porcentaje del PIB,
durante las siete últimas Presidencias

Carter	
1977	18,0%
1978	18,0%
1979	18,5%
1980	18,9%
Reagan	
1981	19,6%
1982	19,1%
1983	17,5%
1984	17,4%
1985	17,7%
1986	17,5%
1987	18,4%
1988	18,1%
George Bush	
1989	18,3%
1990	18,0%
1991	17,8%
1992	17,5%
Clinton	
1993	17,6%
1994	18,1%
1995	18,5%
1996	18,9%
1997	19,3%
1998	19,9%
1999	20,0%
2000	20,8%
George W. Bush	
2001	19,9%
2002	17,9%
2003	17,3%
2004	16,6%

Fuente: Congressional Budget Office, 2005.

Tabla 4
Ahorro e Inversión durante las seis últimas
presidencias en EEUU

	Ahorro Priv.* (1)	Ahorro Públ. (2)	Ahorro Ncnal.* (3)=(1)+(2)	Inversión Neta (4)	Ahorro Ext (5)
Reagan					
1981-1984	10,3%	-3,5%	6,8%	8,2%	-1,4%
1985-1988	8,6%	-3,1%	5,5%	8,6%	-2,1%
George Bush					
1989-1992	7,5%	-3,3%	4,2%	6,2%	-2,0%
Clinton					
1993-1996	6,5%	-2,7%	3,8%	6,7%	-2,9%
1997-2000	4,9%	+1,2%	6,1%	8,5%	-2,4%
George W. Bush					
2001-2004	4,2%	-2,0%	2,2%	6,3%	-4,1%

* Valores en Términos Netos y en porcentaje del PIB. Promedios anuales.

Fuente: Frankel (2004) y elaboración propia.

Tabla 5
Posición Acreedora/Deudora Externa Neta de EEUU
respecto al PIB

1976	+10%
1980	+14%
1985	0%
1990	- 7%
1995	-10%
2000	-20%
2005	-26%

Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis, National Economic Trends, 2006.

Tabla 6
El Déficit externo de EEUU en proporción al Ahorro Mundial

1992	18%
1994	40%
1996	42%
1998	50%
2000	65%
2004	85%

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *International Financial Statistics*, 2005.