



09 de noviembre de 2011

[Imprimir Página Web](#)

## **La economía estadounidense: ¿recuperación, doble-fondo o bajo crecimiento? Implicaciones para Europa**

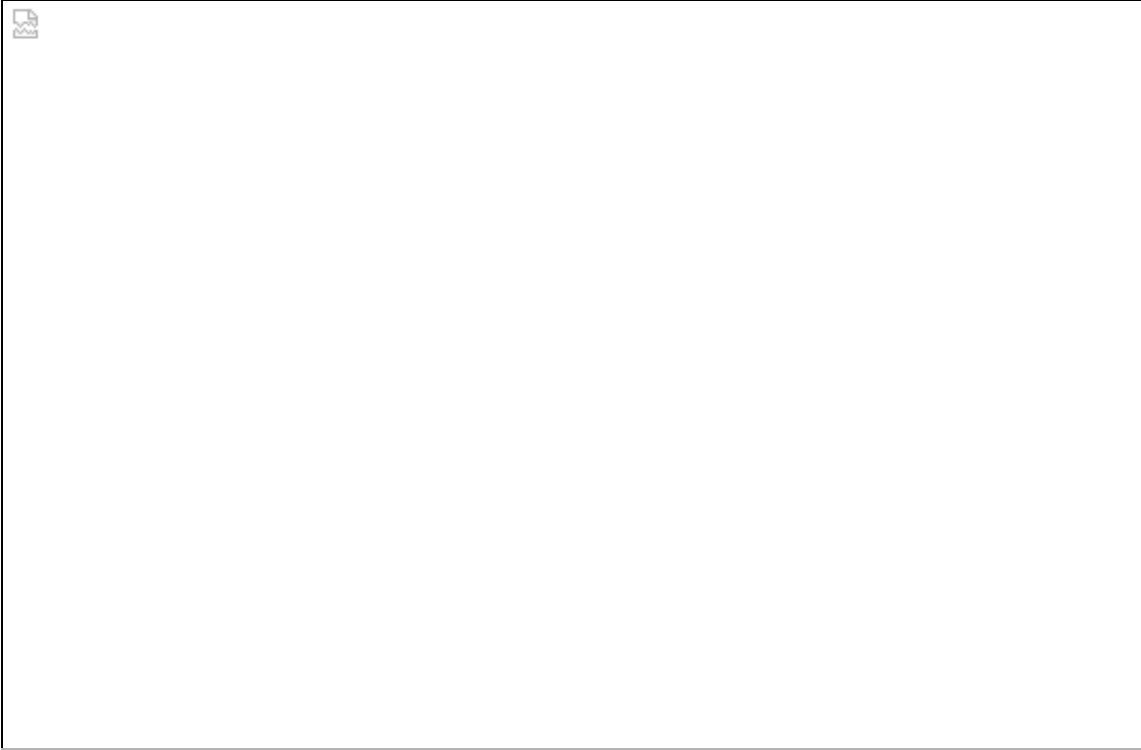
*Henrik Lumholdt*

*ARI Nº 53-2002 - 18.9.2002*

La aparente suavidad de la recesión estadounidense de 2001 es engañosa. Sin el cambio a una política fiscal y monetaria fuertemente expansionista, la caída de la actividad económica habría sido dramática. Las empresas americanas llevan ajustando el exceso de inventarios, bienes de capital, plantilla y nivel de endeudamiento desde 2000. Tal intento de ajuste está prácticamente ausente en el sector de los consumidores. El lado macro-estructural de la economía americana muestra profundos desequilibrios creados desde el inicio de la expansión, en 1992. Incluso en un escenario de fuerte estímulo fiscal para los próximos cinco años, estos desequilibrios se traducirán en un crecimiento bajo, posiblemente por debajo del 2% como media. La Zona Euro no podrá contar con el tirón de EEUU de los años pasados. Dada la casi imposibilidad de compensar vía políticas macroeconómicas, las intenciones de la cumbre de Lisboa merecen la máxima prioridad, incluso a corto plazo.

### **EEUU. El panorama cíclico: empresas contra consumidores**

Los datos revisados de la contabilidad nacional de 2001 demuestran que hubo técnicamente una recesión el año pasado, ya que el crecimiento real fue negativo durante los tres primeros trimestres del año. Pero con un crecimiento real para el año en su conjunto de 0,3%, la recesión del 2001 siguió siendo una de las más moderadas de la posguerra.



Sin embargo, detrás de la relativa calma hubo un cambio sustantivo en el comportamiento de los agentes económicos y de las políticas llevadas a cabo. A principios del año 2001, después de tres años consecutivos de crecimiento del PIB alrededor del 4%, las empresas se enfrentaban con un exceso de inventarios y de bienes de capital frente a una demanda que ya se había empezado a percibir como sustancialmente debilitado desde hace varios meses. Después de haber crecido un 6,2% en 2000, 6,6% en 1999, 11,8% en 1998 y 12,1% en 1997, las inversiones del sector privado bajaron nada menos que 10,7% en 2001, lo que implicó que esta parte de la demanda restó 1,9 puntos porcentuales al crecimiento del PIB ( véase tabla anterior), 1,24% de lo cual se debía sólo a los inventarios. Dicho de otra forma, sin este ajuste, el crecimiento del PIB habría sido del 2,2% en vez de 0,3%.

Pero incluso si no se hubiera producido tal ajuste de las inversiones, habría sido necesario impedir una caída mas sustantiva del consumo privado para frenar la caída de la actividad. Esto se consiguió en parte con un estímulo fiscal, vía bajadas de impuestos y aumento del gasto público, de tal dimensión que según las estimaciones de la Oficina del Presupuesto americana, las administraciones públicas pasarán de tener un superávit, cíclicamente ajustado (es decir, el 'déficit estructural', una vez eliminados los efectos de los llamados estabilizadores automáticos), de 140 miles de millones de dólares en 2000 y 107 miles de millones en 2001, y a un *déficit* de 117 miles de millones de dólares durante este año y el 2003 (1). Incluyendo "otros factores" (por ejemplo el efecto negativo de la caída de la bolsa sobre la recaudación de impuestos sobre ganancias de capital), este déficit podría

llegar a casi 200 mil millones este año, es decir cerca de 2% del PIB. El resultado fue que en vez de restar al crecimiento, el consumo contribuyó con 1,67 puntos porcentuales, mientras que el gasto público añadió otros 0,65 puntos. El sector exterior seguía restando al crecimiento, aunque en menor medida que en años anteriores. Al estímulo fiscal hay que añadir que la Reserva Federal redujo su tipo de referencia de 6,5% a 1,75% en cuestión de un año, una relajación monetaria sin precedencia en las últimas décadas. Sin tales contrapesos, todo podría haber sido muy diferente.

La discrepancia entre el comportamiento de los consumidores y el de las empresas sigue patente en los datos más recientes. El ajuste de los inventarios probablemente ha terminado, y el intento de limitar reducciones adicionales de los inventarios constituyó una parte importante del crecimiento anualizado del PIB en el primer trimestre de 5.0%, explicando incluso más del 100% del crecimiento de 1.1% en el segundo. Pero las perspectivas de crecimiento de las ventas y los beneficios todavía poco convincentes siguen restringiendo las inversiones fijas de las empresas. Los consumidores, por otro lado, siguen encontrando apoyo en el crecimiento de su renta disponible (fruto, en parte, de las bajadas impositivas) y en la apreciación de sus activos inmobiliarios (fruto, en parte, de la relajación monetaria). Esto último ha contribuido a la continua apreciación de los activos inmobiliarios y ha permitido a los consumidores aumentar su deuda hipotecaria, manteniendo de esta forma casi intacto el ritmo de crecimiento del consumo duradero. El consumo duradero también se está beneficiando de forma directa del sector inmobiliario, vía las ventas de nuevas viviendas, que había registrado un crecimiento de 15% interanual en el último dato de julio de este año.

A pesar de todo, la economía americana en su conjunto sigue presentando una recuperación poco convincente este año. Las ventas finales, es decir el PIB eliminando los efectos de los inventarios, creció sólo un 1,5% en términos interanuales en el segundo trimestre, tasa que coincidió con la del año 2001, frente al 3,7% en 2000; en términos trimestrales bajaron. Desde principios de año y hasta el mes de agosto, la creación de empleo ha sido prácticamente nula (menos de 48.000 personas), detrás de la cual hay una pérdida de empleo en los sectores productores de bienes de 474.000 empleos este año, que se contrarresta por una creación de empleo de 426.000 en los sectores de servicios, fruto, en parte, de 150.000 nuevos empleos en el sector público. El sector manufacturero perdió 844.000 puestos de trabajo durante los últimos doce meses hasta agosto, lo que supone una bajada del empleo en este sector del 4,8%. El indicador principal de este sector, el "ISM", empezó a dar señales menos positivas en junio, situación que parece confirmarse por los últimos datos de producción industrial y utilización de la capacidad productiva.

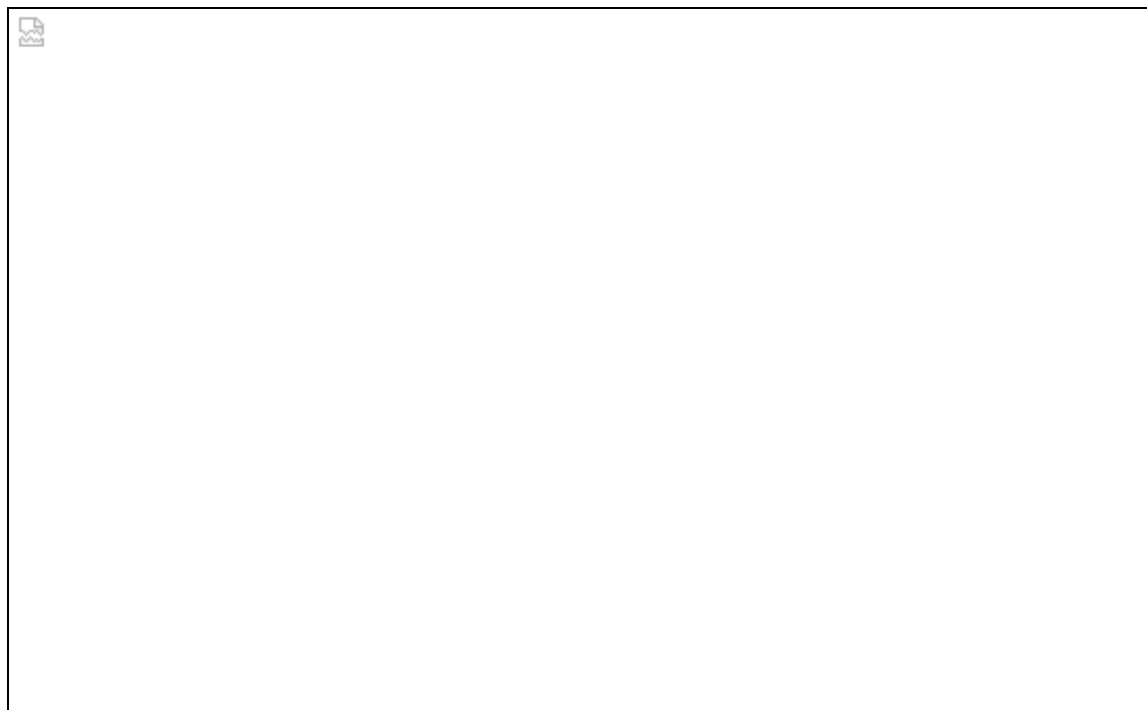
Pero si se tratara de un problema exclusivamente cíclico, el mero paso del tiempo supuestamente crearía el trasfondo necesario para un regreso al perfil anterior de crecimiento. El problema, entonces, sería exclusivamente que el hecho de que el consumo privado no se debilitó casi nada durante la recesión del año 2001 haría difícil que la recuperación cíclica viniera de este componente del PIB (ver referencias 2 y 3). Dado el trasfondo estructural, sin embargo, se complica tanto la situación a corto plazo como la del medio-largo.

### **El lado estructural: balances sectoriales**

Más allá de la discusión de la existencia o no de una nueva economía en EEUU, la expansión significativa de su economía hubiera sido imposible sin un crecimiento del gasto privado significativamente por encima de la renta privada. Wynne Godley y Alex Izurieta del Levy Economics Institute han calculado que el crecimiento del gasto

privado entre el segundo trimestre de 1992 -cuando empezó la expansión plurianual- y el tercer trimestre de 2000, cuando terminó, superó el de la renta privada con una cantidad correspondiendo a 12% del PIB americano (4). La parte más importante de esto se debe al sector de los consumidores, y mientras que las empresas llevan emitiendo más acciones de las que han retirado desde hace un año, para así reducir su nivel de endeudamiento, el ritmo del endeudamiento en el sector de los consumidores se ha intensificado, alcanzando más del 100% de la renta disponible hace más de un año (gráfico 1).

### Gráfico 1



*Fuente: Flow of Funds, NIPA; elaboración propia*

Otra expresión de la discrepancia entre el gasto de los hogares y su renta ha sido el declive gradual de la tasa de ahorro, desde un nivel del 8,7% en 1992 hasta un nivel de 2,3% para el año 2001, antes de repuntar algo como consecuencia de las bajadas impositivas y el resultante aumento de la renta personal disponible. Esta bajada ha sido, y sigue siendo, objeto de dos interpretaciones muy diferentes en el debate económico. Una escuela de pensamiento sostiene que la renta personal disponible constituye una expresión poco representativa de la renta de los hogares, teniendo en cuenta la enorme apreciación de los activos financieros e inmobiliarios de los últimos años. Dicho de otra forma, cualquier valoración de la situación financiera de los hogares debe tener en cuenta su balance financiero en su totalidad. (Tal balance, basado en la información reunida por la Reserva Federal en la estadística llamada

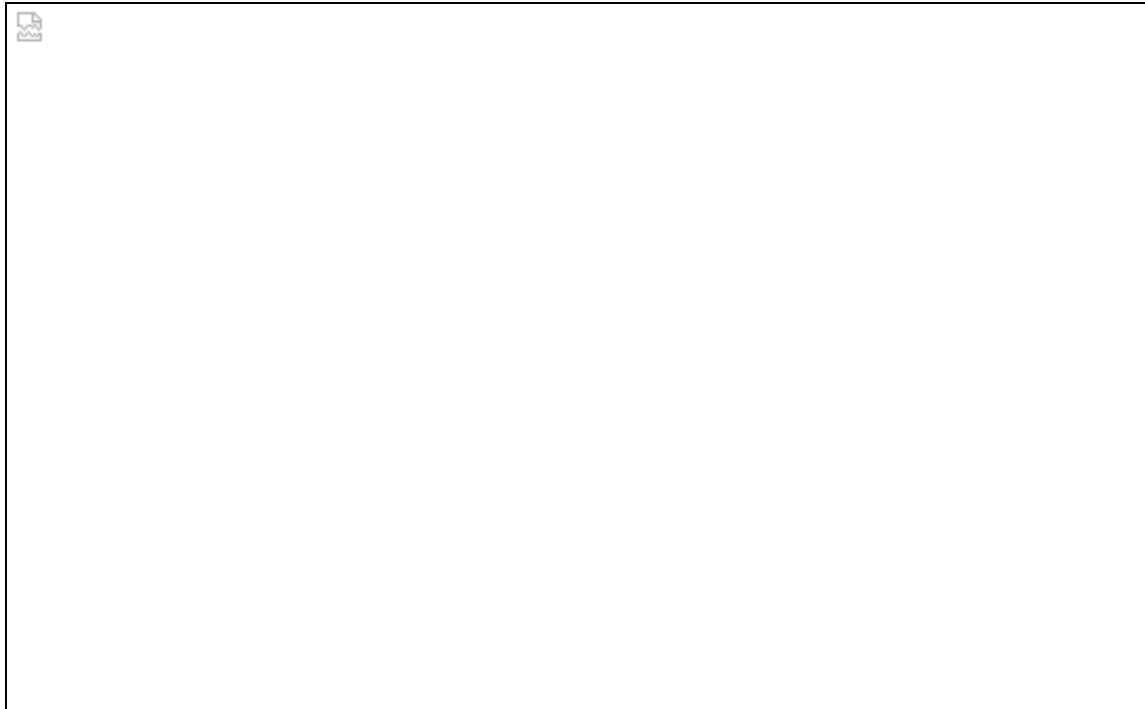
“Flow of Funds”, está incluido como un apéndice al artículo).

Como puede verse en la tabla, el conjunto de activos tangibles y financieros del sector de los hogares llevaban apreciándose a un ritmo alrededor de 10% durante el período de 1995 a 1999. En términos monetarios, esta apreciación superó sustancialmente al incremento de los pasivos en el mismo período, con el resultado de aumentar el patrimonio neto de los hogares hasta alcanzar un nivel alrededor de 400% del PIB, desde un nivel alrededor de 350% en 1994. También puede verse que mientras que el declive de la bolsa a partir del año 2000 supone una pérdida de más de 3 billones de dólares, alrededor del 80% de esto se contrarresta por la apreciación de los activos tangibles, siendo los inmobiliarios el factor principal. Una actualización de la tabla con los acontecimientos más recientes, implicaría seguramente que la apreciación de los activos inmobiliarios cubriría una parte menor de la pérdida a través de los activos financieros, pero la valoración de la propia Reserva Federal es que dada la presencia mucho más amplia en la economía de los activos inmobiliarios que de los financieros, la sensibilidad del consumo de variaciones de su valor es tanto mayor como para compensar por su peso monetario menor.

Esto sirve en gran parte como explicación de la relativa resistencia a la baja del consumo privado, a pesar de la incertidumbre y el declive bursátil sufridos los últimos dos años y medio. A pesar de esto, y con vista al futuro, el balance del sector de los hogares representa un riesgo sustancial, por una serie de razones:

- a. La apreciación de los activos inmobiliarios de los últimos dos años está en gran parte vinculada con la relajación monetaria llevada a cabo. El potencial de estímulos adicionales de esta fuente se limita por sí solo por el nivel actual de los tipos oficiales de 1,75%, mientras que cualquier necesidad de tensión de la política monetaria en el futuro implicaría efectos contrarios.
- b. El peso del servicio de la deuda de los hogares sólo ha subido moderadamente a pesar del crecimiento de la deuda, debido a la bajada de tipos (gráfico 2). Si se mantuviera el nivel de los tipos de interés con el crecimiento de la deuda intacto, este peso subiría. Si el nivel de los tipos de interés subiera, el peso se aceleraría.
- c. La “inflación” del balance de los hogares aumenta, por definición, la vulnerabilidad a cualquier pérdida de valor de los activos vía su efecto de apalancamiento. Mientras que un individuo puede reducir este tipo de vulnerabilidad vía realización de activos, tal opción no existe a nivel macroeconómico; un intento de este tipo podría implicar un colapso de los mercados de activos financieros y / o inmobiliarios.

## Gráfico 2



*Fuente: Federal Reserve*

Teniendo en cuenta que por obligación contable, tanto como por obligación real, un déficit de un sector de la economía tiene que corresponder con un superávit de otro, se pueden valorar los distintos escenarios para la economía americana. En el caso de EEUU el déficit de la economía doméstica, sector privado + sector público, corresponde a un déficit exterior (superávit desde el punto de vista del resto del mundo) de 4,0-4,5% del PIB, cuya tendencia sigue al alza. El cambio de la política fiscal implica básicamente una transferencia de superávit desde el sector público al sector privado, con el resultado de reducir el déficit en el sector privado y pasar de un superávit a un déficit en el sector público. Como se ha dicho antes, este déficit público podría alcanzar el 2% del PIB este año. Godley e Izurieta presentan un simulacro con estimaciones estadísticas de tres distintos escenarios para el período 2002-2007 que sirven de ilustración de la situación de fondo.

En el *escenario 1*, el flujo del nuevo endeudamiento del sector privado se elimina y el nivel de endeudamiento empieza a reducirse. Esto tendría que corresponder con una bajada del gasto privado en relación con la renta, y en su ejemplo la discrepancia entre gasto y renta se reduce prácticamente a cero a lo largo del período hasta 2007. En el supuesto de que la política fiscal permanezca invariable, la implicación de la correspondiente bajada del crecimiento del consumo privado es una reducción del crecimiento medio del PIB desde la previsión de la Oficina Presupuestario del 3% a uno de 1-1,5% y un déficit público de al menos 2,5% del PIB por año.

En el *escenario 2*, se supone una relajación de la política fiscal suficientemente grande como para reestablecer el crecimiento del PIB del 3% presupuestado. La implicación fiscal sería un déficit público de entre un 5% y un 6% del PIB durante el período, pero aparte de esto, el déficit exterior (cuenta corriente) se aumenta al 6% del PIB desde su nivel actual ligeramente superior a los 4%.

En el *escenario 3*, el problema de los desequilibrios de fondo se arregla a través de una mejora de las exportaciones netas suficientemente grande como para generar un crecimiento que conlleva el pleno empleo sin expansión fiscal adicional. Las estimaciones implican que esto requeriría una caída del valor efectivo (ponderado por el comercio exterior) del dólar de un 25%.

El escenario 3 se puede casi rechazar como irrealista de antemano, por lo menos a corto plazo, debido a las implicaciones financieras que una bajada tan rápida del dólar de tales dimensiones podría tener y sus consecuencias económicas para el entorno de EEUU. Otra cuestión es si se podría instrumentar una bajada suave y ordenada del dólar a medio plazo (pero este tema complejo se deja para otro ARI que publicará pronto el Instituto). Independientemente del grado de realismo de los escenarios 1 o 2, el simulacro sirve para ilustrar que una vuelta al crecimiento del nivel de 1995-99 de alrededor del 4% anual parece ya muy improbable. La cuestión más relevante es si una vuelta al nivel del 3% es alcanzable o habrá que contar con menos.

Teniendo en cuenta la involuntariedad por parte de cualquier gobierno de aceptar períodos de bajo crecimiento si existe margen de cambio, el escenario 2 probablemente se acerca más a la realidad que el escenario 1. A pesar de un continuo estímulo fiscal durante los años venideros, los consumidores se encontrarán inevitablemente con unos efectos cada vez mayores de la deuda acumulada en el pasado, probablemente aumentados por una política monetaria más restrictiva a lo largo de los próximos cinco años (a más corto plazo podría, incluso, relajarse más). Añadiendo que una vuelta a un déficit público del 5-6% del PIB sería con toda probabilidad difícil desde el punto de vista de su aceptación política, lo más probable es un término medio entre el escenario 1 y el 2.

Simulacros de este tipo son ejercicios numéricos a los que siempre habría que añadir suposiciones sobre la bolsa, la política monetaria, el sector exterior, etc. para prever el ciclo a más corto plazo. Pero mientras que factores como estos pueden acelerar o desplazar el ajuste de los desequilibrios de fondo, no podrán hacerlo innecesario. El margen de expansión de la política fiscal en EEUU es todavía considerable, especialmente en comparación con la situación de la Zona Euro. Parece probable que se usará, mientras que la política monetaria seguirá ocupándose de reducir las fluctuaciones de la actividad económica más a corto plazo. Lo que no pueden asegurar estas políticas es una vuelta a un crecimiento alto y sostenible para los años que vienen.

### **La Zona Euro: escasa independencia**

Los países de la Zona Euro no comparten el margen de maniobra fiscal con EEUU. Si se ha evitado un endeudamiento del sector privado comparable con el de EEUU, tampoco se ha disfrutado de la mejora significativa de las finanzas públicas que conllevó el período de alto crecimiento en EEUU, y que ha supuesto una reducción de la deuda pública en manos del público del 48,2% del PIB en 1992 al 32,7% del PIB en 2001. Ante esta situación, y teniendo en cuenta el compromiso del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, un aumento significativo del gasto público

o una bajada significativa del nivel impositivo se presentan ahora como poco factibles para Alemania, Francia e Italia, cuyos déficit públicos se acercan al máximo del 3% del PIB estipulado en el Pacto; para España queda todavía un cierto margen. En cambio, la política monetaria se restringe principalmente por obligaciones institucionales del mandato del Banco Central Europeo. Con algo de suerte, es decir con un entorno exterior propicio a la reducción de la inflación, existe un cierto margen para un estímulo vía política monetaria, pero no se presenta como una posibilidad de gran envergadura ni cíclicamente ni a largo plazo.

Si el simulacro discutido anteriormente hubiese sido para la Zona Euro en vez de EEUU, las posibilidades se habrían limitado al escenario 1 –resultando el 3 también poco factible en este caso-. Mientras que en EEUU esto implicaría una bajada sustancial del ritmo medio de crecimiento, en el caso de la Zona Euro podría implicar un *mantenimiento* de un ritmo de crecimiento bajo, y cerca de su nivel actual por debajo del 1% en términos interanuales.

Las previsiones oficiales y privadas de recuperación económica de la Zona Euro hasta ahora se han basado en parte en expectativas de recuperación en EEUU, dado el carácter todavía deprimido de la demanda interna en la Zona Euro. Si decepciona EEUU en este sentido no supone un riesgo adicional, ya que el margen de maniobra de las políticas macroeconómicas apenas podría haber variado mucho con otra previsión. Donde sí existe una posibilidad de error más serio es en las proyecciones de crecimiento a medio-largo plazo. Como ya se ha dicho, EEUU se encuentra con retos de tipo macro-estructural que podrían seriamente reducir su potencial de crecimiento durante los próximos años. En el caso de la Zona Euro, los problemas a largo plazo son principalmente de carácter micro-estructural, vinculados, en gran parte, con el reto de la integración de los mercados en la unión monetaria. Aunque se trata de factores a largo plazo, el entorno económico internacional podría resultar más perjudicado si se decide posponer aún más su solución.

Pero la amenaza se puede convertir en oportunidad. En parte, dado el papel económico necesariamente de menor protagonismo representado por EEUU en los años venideros, los países de la Zona Euro tienen, como bloque, una posibilidad real de aumentar su presencia e influencia en la economía y la política global, quizá por primera vez desde el inicio de la colaboración europea. La condición necesaria es que la economía de la Zona adquiera antes un grado mayor de integración, flexibilidad y dinamismo.

La *integración* de los mercados de bienes y de labor es necesaria para realizar el potencial de reducción de costes de transacción de cualquier tipo de comercio y operación financiera entre los países miembros que ofrece la existencia de una moneda única. La *flexibilidad* de los mercados es necesaria para evitar que los ajustes de choques asimétricos en los mercados, y sobre todo los laborales, siempre pasen por cambios del nivel de actividad, en vez de lugar y tipo de actividad. Y el *dinamismo* es necesario para contar con empresas con incentivos de seguir desarrollando ideas y nuevas tecnologías para mejorar su competitividad, como se puso de manifiesto en la cumbre de Lisboa.

El vínculo entre la micro-estructura y el comportamiento macroeconómico de las economías se manifiesta en aspectos como la relación entre el crecimiento económico y el empleo, entre el crecimiento económico y la inflación y en la habilidad de la Unión de evitar discrepancias crecientes entre las economías que participan en ella. Sería injusto rechazar los resultados de los esfuerzos en este sentido hasta ahora como insignificativos. Sería poco realista concluir que son ya suficientes.



## Referencias

- (1) "The Standardized and Cyclically Adjusted Budgets: Updated Estimates", *Congressional Budget Office, September 2002*
- (2) "El consumidor americano y el ciclo económico", Henrik Lumholdt, *Boletín económico, Instituto de Empresa, septiembre de 2001*
- (3) "Recesión suave ¿Recuperación Fuerte?", Henrik Lumholdt, *Ideas Empresariales, Instituto de Empresa, abril 2002*
- (4) "Strategic Prospects and Policies for the U.S. Economy", Wynne Godley and Alex Izurieta, *The Jerome Levy Economics Institute, April 2002*.
- (5) "Flow of Funds Accounts of the United States", *Board of Governors of the Federal Reserve System, 1990-2001*.

*Henrik Lumholdt es profesor asociado de macroeconomía del Instituto de Empresa y Estratega Jefe de Inversis banco.*



## APÉNDICE

El Real Instituto Elcano de Estudios Internacionales y Estratégicos es una fundación privada e independiente cuya tarea es servir de foro de análisis y discusión sobre la actualidad internacional, y muy particularmente sobre las relaciones internacionales de España. El Real Instituto Elcano no comparte necesariamente las opiniones manifestadas en los documentos firmados por sus analistas o colaboradores y difundidos en su página web o en cualquier otra publicación.

© Fundación Real Instituto Elcano 2011

Subir ▲