

Estados Unidos: una recuperación económica incompleta

Ferran Casadevall Massuet*

1. Introducción

Estados Unidos dejó atrás la recesión hace ya tres años, iniciando una senda de recuperación con un ritmo más acelerado que en otros países desarrollados. Ello fue posibilitado en gran parte por unas políticas fiscal y monetaria muy expansivas, y con menos ataduras que en otras naciones. Sin embargo, en los últimos trimestres la recuperación se está mostrando vacilante, especialmente en su capacidad para reducir el desempleo. Además, la evolución económica futura se ve acechada por el elevado endeudamiento público.

Este artículo intentará responder, primero, a la cuestión de si EEUU ha salido ya de la crisis económica y en qué condiciones, prestando una atención especial a la persistencia del paro. En segundo lugar, se intentará responder a la pregunta de qué políticas fiscales, monetarias y financieras se han utilizado para impulsar la recuperación económica. El artículo finaliza agrupando las principales conclusiones extraídas, señalándose los retos para el futuro.

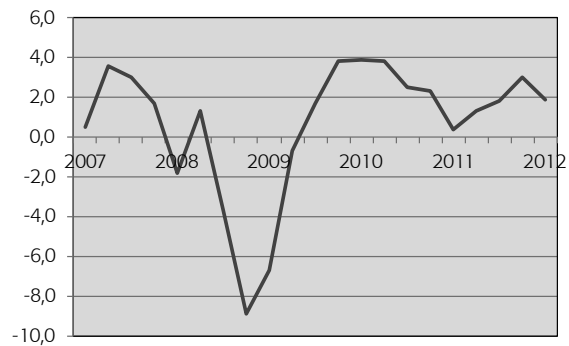
2. Una recuperación incompleta

El segundo trimestre de 2009, hace tres años, fue el último trimestre con crecimiento negativo del producto interior bruto para la economía norteamericana. Desde

entonces la recuperación ha sido notable, pero con altibajos. Como muestra el gráfico 1, inicialmente la recuperación económica fue rápida y contundente, lográndose cerrar 2010 con un crecimiento del 3%. Esta dinámica reflejaría la vuelta del consumo, la confianza y la inversión a valores tendenciales después de las caídas en 2008, impulsados por una actuación fiscal y monetaria puesta en marcha con prontitud y determinación, que ayudaron activamente a la economía a salir de la zona de recesión. Sin embargo, esta recuperación se ha moderado y a lo largo de 2011 el crecimiento se ha mostrado más titubeante. Esta incertidumbre se ha asentado en el primer trimestre de 2012, con un crecimiento inter-trimestral anualizado del 1,9%, muy decepcionante en comparación con el 3% del trimestre anterior. Ello revela la presencia de factores

Gráfico 1

CRECIMIENTO PIB (VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL ANUALIZADA)



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

* Técnico Comercial y Economista del Estado. Artículo escrito en junio de 2012.

Cuadro 1

CRECIMIENTO DEL PIB Y SUS COMPONENTES. VARIACIÓN PORCENTUAL

	2007	2008	2009	2010	2011	2011 I/1	2011 II/1	2011 III/1	2011 IV/1	2012 I/1
<i>Producto Interior Bruto</i>	1,9	-0,3	-3,5	3	1,7	0,4	1,3	1,8	3	1,9
<i>Consumo privado</i>	2,3	-0,6	-1,9	2	2,2	2,1	0,7	1,7	2,1	2,7
<i>Formación bruta de capital privada</i>	-3,2	-10,2	-25	17,9	4,8	3,8	6,4	1,3	22,1	6,3
<i>No residencial</i>	6,5	-0,8	-17,8	4,4	8,8	2,1	10,3	15,7	5,2	1,9
<i>Vivienda</i>	-18,7	-23,9	-22,2	-4,3	-1,3	-2,4	4,2	1,3	11,6	19,4
<i>Consumo e inversión públicos</i>	1,3	2,6	1,7	0,7	-2,1	-5,9	-0,9	-0,1	-4,2	6,1
<i>Exportaciones</i>	9,3	6,1	-9,4	11,3	6,7	7,9	3,6	4,7	2,7	-3,9
<i>Importaciones</i>	2,4	-2,7	-13,6	12,5	4,9	8,3	1,4	1,2	3,7	7,2
<i>Contribución sector exterior /2</i>	0,6	1,2	1,1	-0,5	0,1	-0,3	0,2	0,4	-0,3	-0,1
<i>Contribución demanda interna /2</i>	1,3	-1,5	-4,6	3,5	1,7	0,7	1,1	1,4	3,2	1,9

/1 Variación intertrimestral anualizada.

/2 En puntos porcentuales

Fuente: Bureau of Economic Analysis.

con incidencia negativa en el crecimiento, como el descenso de la riqueza inmobiliaria sufrido hasta el momento y su repercusión en el consumo, cierta persistencia del desempleo o la situación fiscal, que se comentará más adelante (FMI 2011 y FMI 2012a).

La recuperación económica se ha sustentado en la demanda interna, mientras que la contribución de la demanda externa, de signo cambiante, es mucho menos relevante en términos cuantitativos (cuadro 1). Ello se debe al gran peso del consumo interno en la economía americana. El cuadro 1 también muestra que, en cuanto a la evolución de la inversión, el mercado de la vivienda también ha iniciado la recuperación, si bien algunos trimestres más tarde que el PIB (desde finales de 2011). Es más, los precios de las casas en EEUU empiezan a reactivarse; en el primer trimestre de 2012 éstos aumentaron por primera vez desde el inicio de la crisis¹. Esta evolución

seguramente sustentará el consumo en un futuro y ayudará a consolidar el crecimiento económico.

Si en términos de PIB se puede afirmar que EEUU ya dejó atrás la crisis y está en una nueva fase del ciclo, ello es menos cierto para el desempleo (gráfico 2). Éste se ha reducido claramente, pero no se ha recuperado tanto como la principal variable agregada. Como es habitual, el ciclo del desempleo exhibe algunos trimestres de retraso respecto al del PIB, pero se observa adicionalmente cierta resistencia a la baja. De acuerdo con el último dato disponible, mayo de 2012, el desempleo se situó en el 8,2% de la población activa, un ligero aumento respecto al mes anterior y muy lejos todavía de los niveles de antes de la crisis (alrededor del 4,5%). La resistencia a la baja del desempleo, más típica de una economía europea que de una economía supuestamente flexible como la americana, ha atraído la atención de los analistas, que destacan que se está creando una bolsa de parados de larga duración de poca tradición en EEUU².

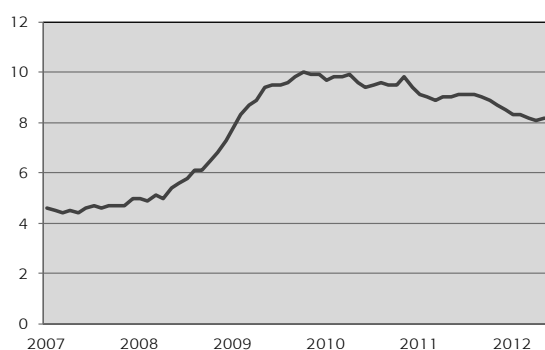
¹ En términos interanuales. En EEUU el índice de precios de la vivienda es calculado por la Federal Housing Finance Agency. http://www.fhfa.gov/webfiles/23967/Q12012HPL_Report52312F.pdf

² Véase por ejemplo: Spring Swoon in the Job Market Recovery (1 junio 2012), de Gary Burtless, The Brookings Institution. <http://www.brookings.edu/up-front/posts/2012/06/01-jobs-burtless>.

El alto desempleo podría estar relacionado con el decreciente peso de las rentas del trabajo en la economía (frente al de los beneficios empresariales). De acuerdo con el análisis del FMI, después de estabilizarse durante la crisis, en la recuperación económica esta participación ha proseguido su descenso y de manera muy acentuada, siendo una expresión más de la desigualdad creciente en la economía norteamericana (FMI, 2012b). El organismo internacional cree posible que la persistencia del desempleo y del de larga duración, esté ejerciendo una influencia moderadora en las demandas salariales.

Gráfico 2

DESEMPLEO EN EEUU (% POBLACIÓN ACTIVA)



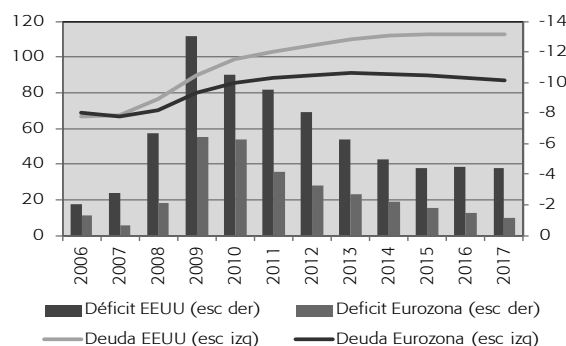
Fuente: Bureau of Labor Statistics.

3. Endeudamiento creciente a coste financiero decreciente

EEUU consiguió salir de la crisis rápidamente, pero a costa de un elevado déficit público y el consecuente aumento del endeudamiento. Una simple comparativa con la zona euro pone de relieve el carácter expansivo de la política fiscal americana durante la crisis. En primer lugar, el déficit estadounidense reaccionó antes y de manera más contundente a la crisis económica, y aunque también inició la senda descendente en 2010, ha permanecido siempre en niveles muy superiores al agregado euro (gráfico 3). En segundo lugar, la previsión del FMI es que el déficit público se enquistará casi en el 4% en los próximos años, mientras que en la Eurozona seguirá bajando. La evolución del endeudamiento es reflejo de lo anterior; partiendo de niveles parecidos, el endeudamiento americano se ha situado en niveles superiores al de la zona euro (103% del PIB versus 88% en 2011). Pero quizá lo más relevante es que para los próximos años, mientras que la zona euro empieza a revertir el proceso y a disminuir su endeudamiento, en EEUU el endeudamiento seguirá aumentando ligeramente, llegando a un altísimo 113% del PIB en 2017 (siempre de acuerdo con las previsiones del FMI).

Gráfico 3

DÉFICIT Y DEUDA PÚBLICA EN EEUU Y LA ZONA EURO (% DEL PIB)



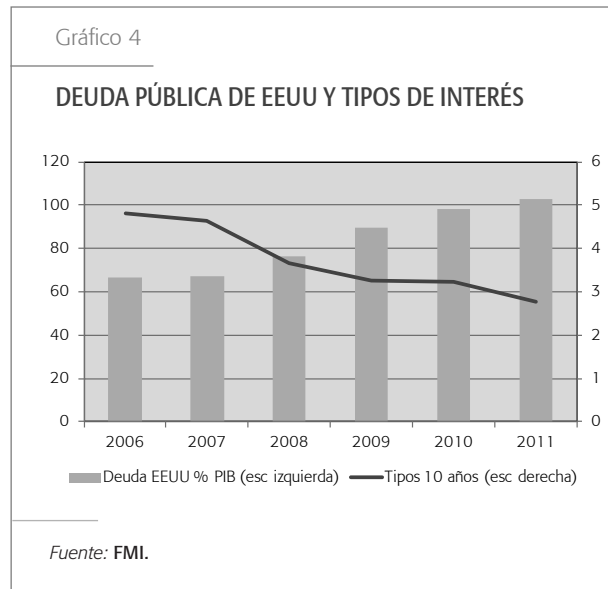
Fuente: FMI.

Esta política fiscal expansiva se instrumentó, desde el punto de vista discrecional, en leyes como la Ley de Reinversión y Recuperación (*American Recovery and Reinvestment Act*), aprobada a principios de 2009, que introdujo una gran variedad de estímulos presupuestarios temporales, especialmente gastos fiscales, pero también otros como mayores prestaciones por desempleo, y su impacto en el déficit se ha estimado en 830 mil millones de dólares, concentrados entre 2009 y 2011 (CBO, 2012a). Además, a finales de 2010 el Gobierno americano extendió por dos años los recortes impositivos aprobados en 2001 y 2003 durante la presidencia de G. Bush, después de un gran debate nacional al respecto³.

En el apartado fiscal hay otro elemento reseñable que introduce un contraste trascendental con otros países, especialmente en aquellos donde la prima de riesgo ha escalado recientemente. El fortísimo aumento del endeudamiento estadounidense ha ido en paralelo a una progresiva disminución de los tipos a diez años de los bonos del Gobierno federal (gráfico 4). Esta situación, que contradice la teoría económica más básica, se debe a la política monetaria expansiva, que ha conseguido impactar en los bonos de largo plazo, en la credibilidad de la economía americana y en el papel de valor refugio que sus activos desempeñan en la economía mundial.

³ Véase por ejemplo "Congress votes to extend Bush-era tax cuts until 2012", en The Washington Post (17 de diciembre de 2012). http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2010/12/16/AR2010121606672.html?wprss=rss_print

El menor coste financiero supone que no ha habido presión de los mercados para aplicar políticas de austeridad y, por lo tanto, ha ofrecido un margen de maniobra adicional a las autoridades estadounidenses para sostener la recuperación económica.



La nula presión de los mercados le permite a la administración Obama el lujo de seguir discutiendo infructuosamente con la oposición republicana cómo afrontar el problema presupuestario a medio plazo. Los desacuerdos se mantienen pese a que tanto expertos independientes como miembros de ambos partidos han propuesto numerosos planes alternativos de consolidación fiscal (de especial repercusión fue el llamado informe Simpson-Bowles⁴). Paradójicamente, la tardanza en aprobar este tipo de planes permite ahora al Gobierno afrontar con menos ataduras los inesperados titubeos en la recuperación económica y el enquistamiento del paro, algo no previsto en 2010. De hecho, el FMI incluso ha manifestado su preocupación de que la expiración de los recortes impositivos y de otros estímulos en 2013 suponga una contracción fiscal demasiado fuerte, en este contexto macroeconómico más débil de lo esperado (FMI, 2012a).

4. Una política monetaria poco convencional

Si la política fiscal no recibe presión en los mercados de deuda es en parte por la actuación de la política monetaria. Teniendo en sus estatutos como objetivo tanto el empleo como el control de inflación, la Reserva Federal

⁴ The National Commission of Fiscal Responsibility and Reform, The Moment of Truth. Diciembre 2010.

americana empezó a bajar el tipo de interés director de la política monetaria al emerger los primeros síntomas de crisis, a finales de 2007, y al acabar 2008 ya estaba casi en el 0%. Desde entonces y hasta ahora se ha mantenido entre el 0% y el 0,2%⁵. Agotada ya esta vía convencional, la Reserva Federal adoptó desde finales de 2008 varias actuaciones de política monetaria cuantitativa, consistentes básicamente en la adquisición, en el mercado secundario, de títulos de deuda pública y también de deuda y titulizaciones de hipotecas (*mortgage-backed securities*) de empresas de patrocinio público como Fannie Mae y Freddie Mac. Con ello, se perseguía un doble objetivo: aportar liquidez al conjunto del sistema financiero (política monetaria cuantitativa) y apoyar el sector hipotecario, y a estas entidades en particular. Los objetivos de inyección de liquidez de estos dos programas se cumplieron entre finales de 2009 y principios de 2010 y se cerraron. Sin embargo, a finales de 2010, en vista de la debilidad de la recuperación económica, hubo otra oleada de compras de títulos de deuda pública ("quantitative easing 2") que se dio por finalizada en junio de 2011.

Desde entonces, si bien las actuaciones cuantitativas han cesado, la Reserva Federal ha mantenido el tipo de interés director a niveles cercanos a cero y, en enero de 2012, ha reafirmado su compromiso (condicional) de mantener los tipos de interés en este rango hasta mediados de 2014⁶. Además, con el objetivo de afectar a los tipos de interés a largo plazo, el banco central estadounidense está comprando títulos a largo plazo y vendiendo títulos a corto (aumentando los plazos de vencimiento de su cartera con un efecto neutral desde el punto de vista cuantitativo)⁷. En definitiva, en estos momentos la política monetaria americana ha abandonado las acciones cuantitativas, pero mantiene el tono expansivo, utilizando incluso algunos instrumentos no convencionales. Dada la necesidad de revertir la tendencia en política fiscal, la política monetaria se configurará como único resorte en caso de un empeoramiento de la coyuntura económica o laboral en los próximos trimestres.

5. Una política financiera de corto y de largo plazo

El origen de la crisis en el sector financiero-hipotecario hizo que las actuaciones de política financiera desempeñaran un papel destacado, especialmente desde finales

⁵ <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>

⁶ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125a.htm>

⁷ http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisis-response.htm

de 2008. El alcance de la crisis de liquidez en algunos casos, y de solvencia en otros, sorprendió a las autoridades americanas, que todavía no habían diseñado un plan general de salvamento. Así, las primeras actuaciones fueron caso por caso, no pudiendo evitar cierta sensación de urgencia que contribuyó a la creciente incertidumbre económica. El Gobierno facilitó la absorción de Bear Stearns por parte de otra compañía (en vez de rescatarla directamente), nacionalizó Fannie Mae y Freddie Mac, rescató a la aseguradora American International Group (AIG) y, finalmente, por omisión, permitió la quiebra de Lehman Brothers^{8,9,10}. Esta disparidad de decisiones (fusión, nacionalización, rescate y quiebra) y la consiguiente incertidumbre pero, sobre todo, la caída de esta última entidad, desataron el pánico en los mercados financieros americanos y, de hecho, la (no)actuación de las autoridades estadounidenses en este caso está considerada como uno de los grandes errores de política económica en esta crisis (véase, por ejemplo, la opinión del analista Martin Wolf)¹¹.

A partir de ese momento, el Gobierno fijó una única línea de actuación y aprobó en octubre la creación de un programa de compra y garantía por parte del Tesoro de activos hipotecarios, con el objetivo de proveer liquidez y estabilidad al conjunto del sistema financiero (*TARP, Troubled Asset Relief Program*). Desde entonces, el Tesoro ha ido comprando acciones de entidades financieras (y del sector de la automoción) con problemas, para recapitalizarlas. Cuando estas entidades han recuperado suficiente liquidez y solvencia y acceso a financiación, han recomprado las acciones al Gobierno. De acuerdo con la evaluación realizada por la Oficina Presupuestaria del Congreso recientemente, el programa ha implicado el desembolso o inversión (que no coste) de un total de 431 mil millones de dólares, dedicados en gran parte a la inversión en el capital de más de 700 entidades financieras, pero también a ayudas al sector de la automoción y a inmobiliarias para evitar ejecuciones hipotecarias (CBO, 2012b). En lo que respecta a las inversiones en capital y líneas de crédito a entidades financieras, a fecha de febrero de 2012 y siempre según la mencionada Oficina, y si se exceptúa a AIG, las entidades financieras ya han recomprado más del 90% de sus acciones, generando en dicha operación beneficios para el Tesoro. Sin embargo, las ayudas a AIG, a la automoción y a evitar los desahucios provocan que en su conjunto el programa registre unas pérdidas de 32 mil millones de dólares.

⁸ http://www.nytimes.com/2008/03/25/business/25bear.html?_r=1

⁹ <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp1129.aspx>

¹⁰ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/other/20080916a.htm>

¹¹ <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b24477de-a226-11de-9caa-00144feabdc0.html#axzz1xy1qaAnS>

En definitiva, exceptuando AIG, el sector privado financiero ya ha devuelto casi la totalidad del capital "prestado" por el sector público. Además, los 431 mil millones de dólares invertidos en total (de los que ya se ha recuperado gran parte) suponen una cifra considerablemente inferior a los 700 mil habilitados en el momento de la creación del programa. La propia Oficina Presupuestaria del Congreso admite que los 32 mil millones dólares de pérdidas se sitúan en la franja baja de las estimaciones iniciales. El hecho es que el programa, que todavía está en vigor, ha constituido una herramienta esencial en la estabilización financiera en EEUU, contribuyendo a evitar nuevas oleadas de quiebras y a recuperar el crédito, y no ha supuesto en términos de coste una carga sustancial para las cuentas públicas.

Así como el TARP ha sido un instrumento esencialmente de estabilización y liquidez, la Ley Dodd-Frank para La Reforma de Wall Street y para la Protección del Consumidor, aprobada a mediados de 2010, ha supuesto la mayor reforma de la regulación del sector financiero americano desde la Gran Depresión. Su objetivo es construir un sistema financiero más estable. Entre otras modificaciones, la ley ha creado un organismo, el Consejo de Estabilidad Financiera, que debe identificar las entidades financieras de importancia sistémica y proponer una regulación adicional adaptada a esta condición¹². Otra novedad destacada es la llamada regla Volcker, incorporada en el articulado de la ley, que prohíbe a las entidades financieras realizar ciertas operaciones de alto riesgo. Esta prohibición ha generado mucho debate pues limita el abanico de operaciones disponibles¹³.

Es demasiado temprano para evaluar el impacto que tendrá esta ley en el sector financiero (muchas de las modificaciones todavía no han entrado en vigor o lo están haciendo por etapas), pero parece indudable que el riesgo asumido por el conjunto del sistema disminuirá, aunque ello pueda ser a costa de menor libertad y margen de maniobra para algunas entidades, impactando en su competitividad, especialmente los grandes bancos de importancia sistémica. Una posible consecuencia de esto último es que, con el objetivo de escapar de la nueva regulación, puede haber un desplazamiento de la actividad financiera desde estos bancos a bancos menores e incluso a entidades financieras no bancarias, lo que conlleva otro tipo de riesgos¹⁴.

¹² <http://www.economonitor.com/blog/2010/10/dodd-frank-rulemaking-the-bottom-line-impact/>

¹³ Véase por ejemplo la opinión de Douglas J. Elliott, experto de Brookings: <http://www.brookings.edu/research/opinions/2012/03/19-volcker-rule-elliott>

¹⁴ <http://www.economonitor.com/blog/2011/01/winners-and-losers-under-dodd-frank/>

6. Conclusión

EEUU ha tenido y tiene mucho más margen de maniobra que los países de la zona euro para impulsar la recuperación económica. En primer lugar, goza de una política monetaria autónoma y con objetivo dual (inflación y crecimiento), que ha sido utilizada de modo expansivo mediante intervenciones tanto convencionales como cuantitativas. En segundo lugar, la política fiscal no ha sido frenada por una presión creciente en los mercados de deuda. Ello tiene que ver mucho con las intervenciones de la Reserva Federal dirigidas específicamente a bajar los tipos de interés a largo plazo.

Estos impulsos monetarios y fiscales ayudaron a EEUU a salir de la crisis de manera rápida en 2010. Sin embargo, esta recuperación muestra dos grandes debilidades: el creciente endeudamiento público y el alto desempleo. En cuanto al primero, el FMI cree que el idilio con los mercados financieros está agotado y prevé para los próximos trimestres fuertes subidas de los tipos de interés a largo plazo (FMI, 2012a). Ya en agosto de 2011, la agencia de calificación Standard & Poor's disminuyó un peldaño la calificación crediticia de la deuda pública federal estadounidense¹⁵. Por todo ello, la estabilización y disminución del endeudamiento público americano es quizá el principal reto al que se enfrenta la economía estadounidense en los próximos años. La pérdida de margen de maniobra en la política fiscal hará que, en caso de empeoramiento de las condiciones económicas, todo el peso de nuevos impulsos de demanda caiga en la política monetaria. Ésta podrá responder en tanto en cuanto la inflación se mantenga en niveles moderados. En cuanto al desempleo, su resistencia a la baja y el fenómeno del paro de la larga duración indicarían que EEUU no nece-

¹⁵ <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?assetID=1245316529563>

sita sólo políticas de demanda, sino también políticas de oferta.

En el sector financiero se ha realizado una combinación de políticas a corto y largo plazo (TARP y Ley Dodd-Frank respectivamente). Esta doble actuación debe servir de modelo para la política fiscal y la laboral. Esta combinación parece haber resultado el problema de liquidez del sistema financiero y haber sentado las bases para una mayor estabilidad en un futuro. Esta resolución de los problemas financieros y la incipiente recuperación del mercado inmobiliario son otras diferencias con varios países europeos, diferencias que se pueden trasladar a distintas perspectivas de crecimiento económico para los próximos trimestres.

BIBLIOGRAFÍA

- CONGRESSIONAL and BUDGET OFFICE (CBO) (2012a), "The Budget and Economic Outlook: fiscal years 2012 to 2022". Enero 2012.
- (2012b), "Report on the Troubled Asset Relief Program". Marzo 2012.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2011), "Article IV Consultation: United States". *IMF country report* 11/201.
- (2012a), "Regional Economic Outlook: Western Hemisphere". *World economic and financial surveys* 0258-7440.
- (2012b), "World Economic Outlook: April 2012". *World economic and financial surveys* 0256-6877.