

---

VISION DE LA ECONOMIA USA AL INICIARSE EL AÑO (Y LA NUEVA PRESIDENCIA)

---

*El Financial Times ha publicado los días 3 y 4 de Enero cuatro artículos particularmente interesantes sobre el estado de la economía de Gran Bretaña, Estados Unidos, Alemania y Japón en estos principios de año. A continuación se transcribe el dedicado a Estados Unidos, del que es autor Lawrence Summers, Profesor de Política Económica en Harvard y una de las nuevas estrellas de la Economía.*

La persistencia de la expansión económica en Norteamérica ha constituido una sorpresa para aquellos que creen que deben producirse fluctuaciones regulares, inherentes al sistema. Pero no tiene por qué ser así.

Ninguna recuperación norteamericana desde la Segunda Guerra Mundial ha muerto de vieja, por haberse agotado la demanda o por una acumulación excesiva de stocks. Los temores de que las recuperaciones perderán gas, como los manifestados en 1985 y, posteriormente, después de la crisis de la bolsa de 1987, han resultado / siempre injustificados. En cambio, las recuperaciones terminaron cuando fueron asesinadas por la Reserva Federal con el pretexto de contener la inflación. Esto es lo que ocurrió en 1958, 1967, 1970 y, más dramáticamente, después de 1974 y entre 1979 y 1981.

¿Será también asesinada la expansión presente?. Un riesgo de que esto ocurra viene constituido por una posible reactivación de la inflación que fuera seguido de una severa contracción monetaria. Otro posible riesgo tiene su origen en la dependencia de

la economía norteamericana del capital extranjero.

Como consecuencia de la caída del ahorro neto nacional (esto es, el ahorro después de deducida la depreciación) desde más del 7 por cien del PNB en los años 70 al 2 por cien, aproximadamente, en la actualidad, los Estados Unidos están endeudándose ahora intensamente en otros países, incurriendo en unos déficits fiscal y por cuenta corriente insostenibles. El desafío para la política / económica norteamericana en los próximos e inmediatos años será / mantener un crecimiento sostenido, sin permitir recalentamientos, y hacer frente al enorme déficit exterior.

Estos objetivos señalan ya la importancia de aumentar la tasa del ahorro nacional. En una economía casi en una situación de pleno empleo como es la norteamericana de hoy, la reducción del déficit comercial y el mantenimiento de la demanda de inversión sin provocar una rápida inflación es imposible mientras el consumo privado y público (incluyendo el consumo de capital) absorban 98 céntimos de cada dólar de renta.

Los incrementos de la tasa norteamericana de ahorro, por con siguiente, son de una importancia crucial si se quiere reducir el déficit comercial sin producir unas presiones inflacionistas exce sivas y sin cortar el gasto en inversión, tan necesario.

Desgraciadamente, es poco probable que la tasa nacional de / ahorro de Estados Unidos aumente pronto. Es cierto que desde la / primera mitad de la década se han hecho considerables progresos en el sentido de reducir los déficits presupuestarios. En 1985, el dé ficit fiscal, en efecto, excedía el 5% del PNB, y las previsiones oficiales apuntaban a un incremento ilimitado del mismo. En 1989, tal déficit puede ser, según se estima, de un poco más del 3% del PNB, y las previsiones oficiales anuncian un mayor descenso a lo largo de los próximos años.

Ahora bien, la tasa de ahorro neto privado ha descendido aún más deprisa que el déficit fiscal, ocasionando una caída paralela de la tasa de ahorro neto nacional. Durante los años 70, el ahorro neto / privado fué, en promedio, del 8,9% del PNB, al tiempo que el déficit federal se situaba en el 1,7% del producto nacional bruto, de lo que resultaba una tasa de ahorro nacional neto de 7,2 por cien. En 1987, esta tasa había descendido 5,4 puntos porcentuales, hasta el 1,8 por cien. De este descenso, dos terceras partes se debieron a la caída del ahorro privado y sólo una tercera parte resultó del aumento del déficit fiscal.

No hay apenas razones para esperar un cambio de signo de la tendencia descendiente de la tasa de ahorro privado. La lección de los primeros años 80 -en que el ahorro privado descendió a pesar de que los rendimientos se situaran en niveles record, y pese también a la / desregulación y a los substanciales incentivos fiscales- sugiere / que es muy poco lo que pueden hacer los poderes públicos para aumentar el ahorro privado, a corto plazo. Lo único en lo que se puede confiar en ese sentido es, eventualmente, en la reducción del déficit federal.

Aquellos que esperaban un período de luna de miel en el cual el nuevo presidente, la National Economic Commission y el Congreso serían capaces de alcanzar un compromiso sobre el presupuesto no / tuvieron en cuenta una campaña electoral en la que el presidente-electo se encerró en su esquina, obligándose a no incrementar los impuestos, y ésto después de denigrar el papel de la National Economic Commission y de insistir obstinadamente en la dudosa flexible freeze.

La congelación flexible descansa en la creencia de que los tipos de interés descenderán significativamente, y no contempla posibles nuevos gastos ni para combatir la droga, ni para rescatar a / las entidades de ahorros y préstamo tambaleantes, ni para crear la "Norteamérica más generosa y más amable" (kinder and gentler America) que contemplaba su programa. A pesar de ello, exige unos recor-

tes medios de cerca del 10 por cien en los capítulos del gasto que no sean los intereses de la deuda, la seguridad social o la defensa, con el fin de alcanzar el equilibrio presupuestario en 1993. Recortes de esa magnitud, por lo demás, es improbable que sean consentidos por el Congreso.

La realidad de que la tasa de ahorro nacional no es probable / que aumente conformará cualquier juicio que se haga sobre las perspectivas de la economía para los próximos años. Sin una reducción del déficit fiscal, el riesgo de que la política monetaria haya de ser restrictiva es del todo real.

El año pasado, la Reserva Federal tuvo buenos motivos para errar en favor de la expansión. Los sobresaltos posteriores a la crisis / persistieron a comienzos de año, pero más tarde, el deseo de hacer aparecer como factible y deseable ante el nuevo presidente la pronta reducción del déficit hizo que la política económica fuera expansiva. Durante la mayor parte del año, además, las buenas noticias / en materia de comercio exterior sostuvieron al dólar, incluso en momentos de descenso de los tipos de interés.

Ahora, en el período post-electoral, la Reserva Federal errará del lado de la lucha contra la inflación. Los sobresaltos producidos por la crisis de 1987 terminaron hace ya tiempo. No se producirá probablemente la reducción del déficit fiscal. Y el dólar será sometido a nuevas presiones.

En apoyo de una probable política monetaria contractiva en los meses próximos encontramos esta lección de la historia: con la única excepción del segundo mandato de Ronald Reagan, todas las administraciones republicanas desde 1920 han empezado con una recesión.

Existen muchas posibilidades de que las estadísticas sobre la inflación proporcionen a la Reserva Federal motivos para actuar a no tardar. Las condiciones, tanto en el mercado de trabajo como en el / de productos, son más tensas de lo que ha sido el caso en los últi--

mos diez o más años, y muchas medidas de la inflación han empezado a subir.

Es por lo menos plausible que las demandas de aumentos salariales, la evolución desfavorable de los precios del petróleo y un dólar a la baja puedan activar la inflación hasta situarla alrededor / del 5,5% durante 1989. A falta de una contracción fiscal, esto sin / duda pondría en movimiento a la Reserva Federal.

¿Que hay del dólar y del déficit comercial?. Aquí las perspectivas a largo plazo son mucho más claras que la visión a corto. Aunque el dólar ha descendido ya a nivel de 1980 en términos reales, no se puede esperar que la balanza por cuenta corriente vuelva a los niveles de 1980 -es decir, al equilibrio, prácticamente- sin una recesión

Muchos factores sugieren que el dólar tendría que bajar sustancialmente a lo largo de los próximos años para que el déficit fuera eliminado:

- La productividad de la industria en Estados Unidos ha seguido creciendo menos rápidamente que en la mayoría de los países competidores.
- Los Estados Unidos han dejado de prestar y de exportar a Iberoamérica y han empezado a endeudarse en esta área y a importar de la misma.
- Los precios de los productos agrícolas han descendido fuertemente en los mercados mundiales, con lo que se ha reducido el valor de la exportación norteamericana.
- El período de sobrevaloración del dólar, a mediados de los años 80, consolidó la posición de los productores extranjeros en / los mercados de Estados Unidos e hizo que los productores norteamericanos tuvieran que retirarse de muchos mercados extranjeros.
- El mercado único europeo previsto para 1992 se traducirá por lo menos en alguna disminución de la demanda de productos norteamericanos, al tiempo que la creciente dependencia japonesa de los países de bajos costes de Asia reducirá aún más la competitividad de los productores norteamericanos.
- Si bien los Estados Unidos, en la época en que eran un acreedor importante, podía tener un déficit comercial sin por ello

cambiar el signo positivo de su balanza corriente, hoy se ven obligados a tener un excedente comercial para evitar un aumento de la deuda.

¿Cuánto debe caer el dólar para que el déficit sea eliminado sin sufrir una recesión?. Una regla práctica indica que un 1 por ciento de disminución real del valor del dólar reduce el déficit comercial en 6 mil millones de dólares, aproximadamente. Esto sugiere que sería necesaria una depreciación del dólar de alrededor del 20 por ciento para equilibrar la balanza corriente, incluso teniendo en cuenta que se están produciendo algunas mejoras como consecuencia de la eliminación de ciertos atrasos (lags).

Esa cifra, naturalmente, se refiere a depreciación real. La inflación en Estados Unidos es superior en un 4% a la de Alemania y Japón, y la diferencia es más probable que aumente que disminuya. / Esto supone otro 20 por cien de depreciación del dólar a lo largo de los próximos cinco años. Si esto se añade al 20% anterior se llega a la conclusión de que puede ser necesaria una caída del dólar del 40% frente al yen y al DM si se quiere restablecer el equilibrio sin producir una recesión.

Esto no es un pronóstico sobre el tipo de cambio. Puede desencadenarse una inflación, en cuyo caso la Reserva Federal impondría una política restrictiva que se traduciría en una reducción del déficit comercial a medida que la economía se contrajera. Esto es lo que explica que las noticias relativas a una expansión de la economía o a las perspectivas de una mayor inflación hayan animado al dólar en los últimos meses.

Sea como fuere, es dudoso que la economía norteamericana pudie ra sacar provecho de una aguda reducción del dólar o del déficit comercial si no se produce un incremento de la tasa de ahorro nacional. Sin la protección que han supuesto las reducciones del déficit fiscal que tuvieron lugar entre 1986 y 1987, así como el crash que siguió, / un descenso del dólar y del déficit comercial podrían provocar una / importante subida de la inflación. Además, los Estados Unidos se en-

contrarán en mejor posición financiando la inversión con dinero prestado por los extranjeros que aceptando el bajo nivel de inversión / que podría financiar el reducido ahorro interno solo.

Pero los mercados no siempre satisfacen los deseos de que los / que dirigen la política económica. Aparte de la inflación, la cuestión crucial a propósito de la continuidad de la evolución presente de la economía es si los extranjeros continuará dispuestos a conservar sus activos americanos a los actuales precios. Las informaciones que señalan que los edificios para oficinas de Tokio se venden a 60 veces los alquileres anuales mientras que el precio que se paga por el suelo norteamericano es sólo de 10 veces, sugieren que existen / fuertes presiones para sostener las corrientes de capital hacia los Estados Unidos. Lo mismo ocurre con otras informaciones según las cuales con lo que vale el terreno de Tokio se compraría toda la tierra de Estados Unidos y todas las sociedades cotizadas en la bolsa de / Nueva York, y todavía sobrarían 3 billones de dólares.

Sea como fuere, ningún activo norteamericano resultará atractivo para unos inversores que esperan una reducción del precio del dólar hasta los niveles necesarios para que de ella resulte una reducción del déficit comercial sin recesión.

La expansión norteamericana se va manteniendo en medio de todas estas incertidumbres. Pero su curso puede muy bien torcerse en los próximos meses por obra de la inflación, por la interrupción de las entradas de capital, o por ambas cosas a la vez. Uno tiene la esperanza, aunque esto no pueda esperarse racionalmente, que una reducción del déficit fiscal y un incremento del ahorro nacional acudirán en auxilio de una economía en crisis, si la ocasión lo exige.