

Balance de la economía internacional en 2003

Guillermo de la Dehesa,
presidente del CEPR,
Centre for Economic Policy Research

Hay que reconocer que la salida de la explosión de la impresionante burbuja financiera que se formó a principios de 2000 está siendo sorprendentemente corta, aunque todavía puede que no haya terminado, si se compara con otras circunstancias similares anteriores. Este comportamiento es una buena señal, ya que demuestra que la economía mundial está mejorando su capacidad de respuesta y su flexibilidad. Es decir, que reacciona con antelación, previendo lo que pueda llegar a ocurrir cuando explota y, posteriormente, tiende a tomar las medidas necesarias con mayor rapidez. De todas maneras, la flexibilidad de respuesta no es la misma en los distintos países y regiones. Por ejemplo, Estados Unidos, que fue más lejos en la creación y alimentación de la burbuja que la Unión Europea, también reaccionó antes, lo que le hizo caer en una recesión en 2001 con un crecimiento de sólo el 0,5%; en cambio la UE, que ha reaccionado más tarde y de forma más lenta, creció todavía un 1,8% en 2001. Sin embargo, posteriormente, mientras que la economía norteamericana ha rebotado, creciendo un 2,2% en 2002 y un 3,1% en 2003, la economía europea ha sufrido una fuerte desaceleración en 2002, con un 1% de crecimiento y en 2003, con un 0,6%. Las estimaciones actuales para 2004 son de un crecimiento de EEUU del 4,1% mientras que la UE sólo crece el 2%. De ser así, en los cuatro años posteriores a la explosión de la burbuja, el crecimiento anual medio de EEUU habría sido del 2,5% y el de la UE de 1,3%.

Todo ello viene a demostrar la superior flexibilidad y rapidez de las autoridades económicas y de los empresarios de EEUU para hacer frente tanto a una caída de la actividad económica como a una recuperación. Las empresas norteamericanas dejaron de invertir y redujeron sus costes, ya en la segunda mitad de 2000, al mismo tiempo que el Gobierno y el Sistema de la Reserva Federal sostenían el consumo con bajadas de impuestos directos y de tipos de interés. Por el contrario, las empresas de la UE han reaccionado mucho más tarde a la hora de hacer el recorte de su inversión y de sus costes. El Banco Central Europeo (BCE) ha reducido los tipos de interés más lentamente y las autoridades presupuestarias y fiscales de los países miembros han intentado mantener, sin éxito salvo excepciones como España y los países nórdicos, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), lo que ha hecho que tanto la desaceleración como la recuperación estén durando más tiempo y que, al final, su tasa de crecimiento sea más baja que la de EEUU.

Ahora ya sólo queda por saber si la economía norteamericana va a poder sostener una tasa de crecimiento tan elevada como la actual, dados sus desequilibrios presupuestarios y externos -mucho mayores que los de la UE-, unos desequilibrios que tiene necesariamente que reducir y absorber. Ésa es la gran incógnita de cara al futuro de la economía mundial. En estos últimos tres años, EEUU ha dado un impulso fiscal a su economía de más de un 6% del PIB y otro impulso monetario de más del 4% del PIB. Por el contrario, el impulso fiscal de la UE ha sido del 0,5% del PIB y el monetario de 1,5% del PIB. Hay que reconocer que, gracias a esos fuertes impulsos, Estados Unidos ha evitado una recesión mundial, ya que, desde 1995, EEUU se ha

convertido en la verdadera locomotora del crecimiento mundial, aportando el 55% de su crecimiento total acumulado, casi dos veces más que el peso porcentual norteamericano en el total de la economía mundial. Por el contrario, la UE ha hecho poco para evitar una recesión mundial ya que ha contribuido con sólo un 10% de dicho crecimiento acumulado global, cuando su peso en la economía mundial es más del doble. Su aportación ha sido inferior al 12% de China, y muy inferior a la del resto del mundo, que ha sido del 36%, ya que Japón ha sustraído, de dicho crecimiento acumulado, un 12%.

Este esfuerzo impulsor ha permitido que la economía mundial haya crecido, en los años posteriores a la burbuja, un 2,1% en 2001, un 2,7% en 2002, un 3,2% en 2003 y se prevé un 4,5% en 2004. De este crecimiento, los países desarrollados han logrado alcanzar un 2,1% en 2003 y los países en desarrollo un 5,4%. Para 2004 sus crecimientos esperados son un 3,4% y un 6,6% respectivamente, es decir, un crecimiento ligeramente superior a su potencial. En definitiva, una recuperación más robusta de lo inicialmente esperado. De hecho, las previsiones del FMI confirman definitivamente la recuperación, apuntando a un crecimiento de

los países en desarrollo, en los próximos cinco años, de un 5,6% en 2004 y de un 7,8% en los cuatro siguientes.

“Las previsiones del FMI confirman definitivamente la recuperación, apuntando a un crecimiento de los países en desarrollo”

Para los países desarrollados, dicha institución estima un 2,9% en 2004 y un 4,8% en los cuatro años posteriores, es decir, crecimientos similares a los años de la burbuja financiera. Sin embargo, el problema fundamental es que

Estados Unidos se encuentra ahora con un déficit presupuestario del 4,9% del PIB, frente a un déficit del 2,6% de la UE, y con un déficit por cuenta corriente de balanza de pagos del 5% de su PIB frente a todavía un ligero superávit del 0,2% en la UE. ¿Cómo va a poder EEUU reducir dichos déficit gemelos a unos niveles tolerables, sin causar una recesión mundial? Ésta es la pregunta clave que todos los economistas se hacen ya que la economía mundial no puede continuar durante mucho tiempo dependiendo solamente del crecimiento de Estados Unidos.

Durante los años de la burbuja fueron las compañías americanas, con la ayuda de las europeas, las que propulsaron la economía mundial con una inversión masiva financiada con deuda, tanto de renta fija como variable. Después de la explosión de la burbuja, la inversión privada se colapsó al verse obligadas

las compañías a reforzar sus balances y reducir su endeudamiento vendiendo activos, muchas veces con pérdidas. Desde entonces, el gasto de Estados Unidos se ha mantenido gracias a que las familias norteamericanas han continuado endeudándose, porque la reducción de tipos de interés por parte del Consejo de la Reserva Federal ha sido el mayor de la historia de EEUU, dejando el nivel del tipo de los fondos federales en el 1%. Con una inflación del 2,3% en 2003, ello supone unos tipos reales negativos para el deudor, lo que ha permitido a muchas familias tomar nuevos créditos hipotecarios sobre sus viviendas, que tenían un mayor precio de mercado, o ampliar los créditos que ya tenían contratados sobre las mismas. Esto, unido a la rebaja de tipos impositivos sobre la renta, les ha suministrado una nueva fuente de renta disponible para seguir gastando. Por otro lado, después del 11 de septiembre el Gobierno americano se ha lanzado a una carrera de gasto militar y de seguridad, como no se conocía desde tiempos de Reagan. El presidente George W. Bush había recibido un presupuesto con un superávit del 2% del PIB y lo ha transformado en un déficit de cerca del 5% del PIB, es decir, un impulso de más de cerca del 7% del PIB, lo que supone una combinación de aumento del gasto y de reducción de los ingresos (por las rebajas fiscales) de 730.000 millones de dólares, cifra similar al PIB español de 2001.

Además de cambiar la base fundamental del crecimiento de Estados Unidos desde la inversión privada al consumo privado y público, la financiación de dicho crecimiento también ha variado ya que, hasta la explosión de la burbuja, el gasto de las empresas inversoras norteamericanas se financiaba por inversores privados internacionales que compraban sus acciones y su deuda. Sin embargo, hoy el consumo público y privado está financiado por los bancos centrales extranjeros, especialmente asiáticos, que compran bonos del Tesoro de EEUU: el Banco de Japón solo tiene unas reservas de divisas de 530.000 millones de dólares, el Banco de China de 350.000 millones de dólares y el de Taiwán de 185.000 millones de dólares; si se les añade Corea del Sur, Hong Kong y Singapur tienen, entre los seis, 1,4 billones de dólares, el 13,4% del PIB de EEUU. Como consecuencia de la compra de bonos por parte de dichos bancos centrales, los bonos del Tesoro norteamericano en manos de extranjeros alcanzan ya el récord histórico de cerca del 50%. La principal razón por la que los citados bancos centrales asiáticos compran dichos bonos y financian los déficit gemelos de Estados Unidos es que están interviniendo masivamente en los mercados de cambio de divisas para evitar que el dólar se deprecie respecto a sus monedas y que sus productos y servicios puedan seguir

siendo competitivos en el mercado norteamericano y en toda el área del dólar. Existe, por tanto, un proceso de reciclaje de los dólares que se obtienen por la exportación de dichos bienes y servicios, que representan una buena parte del déficit comercial y por cuenta corriente de EEUU, y por las entradas de inversión extranjera, que son invertidas en bonos del Tesoro y de agencias del Gobierno de dicho país, con lo que EEUU es capaz de financiar dichos déficit. Sin embargo, este reciclaje a través de una intervención masiva en el tipo de cambio, comprando dólares y vendiendo yuan, obliga a dichos bancos centrales a realizar fuertes operaciones de esterilización. En efecto, hay que imprimir cada yuan vendido a cambio de un dólar, con lo cual aumenta la base monetaria y por tanto el crédito interno y la liquidez, proceso que puede originar tensiones inflacionistas. Para evitar que esto ocurra, los bancos centrales se ven obligados a hacer operaciones de “mercado abierto”, es decir, emisiones y ventas de bonos y otros instrumentos financieros, en el mercado nacional, que les permiten recoger y esterilizar al menos parte de los yuan que han creado para comprar los dólares.

Ahora bien, en este momento, gracias a las compras de bonos públicos norteamericanos, los bancos centrales asiáticos están ayudando al mantenimiento de la economía norteamericana y la mundial, ya que si no los compraran, su precio se desmoronaría y los tipos de interés a largo plazo sufrirían una fuerte subida; ello obligaría a las economías a reducir sus tasas de crecimiento y, aquéllas más endeudadas, entrarían en crisis. Esa fuerte subida de tipos de interés se vería compensada en parte por una fuerte caída del dólar, lo que actuaría como contrapeso parcial de su impacto negativo sobre los países más endeudados en dólares; pero perjudicaría a los países más abiertos al comercio internacional y no endeudados en dólares, especialmente, a los europeos, cuya divisa, el euro, se está apreciando a gran velocidad. De ahí que con este comportamiento, los bancos centrales asiáticos estén permitiendo que el ajuste de los déficit gemelos de EEUU sea gradual y no provoque una fuerte desaceleración de la economía mundial.

Sin duda alguna, lo mejor que podría ocurrir a la economía mundial es que los bancos centrales siguieran financiando sus déficit gemelos, dando tiempo para que poco a poco se vayan absorbiendo. Ésta es la posición del presidente de la Reserva Federal norteamericana, Alan Greenspan, que piensa que, gracias a la aceleración de la globalización en el mundo, el stock disponible de ahorro internacional en busca de inversión es mayor y más líquido que nunca. De ahí que la economía americana siga financiándose sin

problemas aparentes, a pesar de la baja rentabilidad del capital invertido. Ésta es también la opinión de otros economistas que piensan que se está volviendo a una recuperación del viejo sistema de Bretton Woods, que tanto preocupaba a Jacques Rueff, en el que Europa vendía a Estados Unidos bienes y servicios a cambio de que Europa invirtiera los dólares producto de la venta en EEUU. Eso es lo que está pasando exactamente ahora entre EEUU y Asia. Estados Unidos compra bienes y servicios en Asia y ésta invierte los dólares obtenidos en instrumentos de baja rentabilidad en EEUU. Los dos salen ganando: Asia ahorra y EEUU gasta; las inversiones asiáticas permiten mantener los tipos de interés bajos y la demanda alta en EEUU, el cual gasta los préstamos baratos asiáticos en bienes y servicios baratos de producción asiática. Asia, que mantiene una política económica basada en la exportación, consigue sus objetivos y EEUU consigue una financiación barata de sus déficit. ¿Cuánto puede durar esta situación? Es posible que dure bastantes años, pero no es seguro y puede llegar a ser poco probable. Lo lógico es que dure hasta que los países asiáticos logren que las empresas exportadoras absorban el exceso de mano de obra existente en las zonas rurales y hasta que sus sistemas financieros tengan la suficiente madurez para poder adaptarse a un sistema de flotación de sus monedas. El problema es saber hasta cuándo van los asiáticos a aguantar tan bajas rentabilidades, cuando hay inversiones alternativas en Europa y en otras regiones con mayor rentabilidad.

De no poder continuar funcionando este sistema actual de financiación, el ajuste necesario de la economía norteamericana, cuyos déficit son insostenibles a medio plazo, podría tener como solución una de las tres opciones complementarias siguientes: que los ciudadanos norteamericanos no puedan mantener su endeudamiento creciente y empiecen a ahorrar más y gastar menos; que los ciudadanos extranjeros gasten más para compensar el menor gasto de los americanos; que el dólar continúe cayendo. Idealmente, la mejor solución sería un ajuste gradual, en el que los ciudadanos extranjeros compensen la mayor parte del mismo gastando más y dejen a la caída del dólar el resto. Si el resto del mundo aumenta su demanda interna aumentará sus importaciones de EEUU, ayudando a reducir su déficit externo. Ésta fue la solución que se consiguió en la mitad de los años ochenta cuando el presidente Reagan aumentó fuertemente el gasto, emitiendo deuda externa que fue comprada por extranjeros y que provocó un déficit externo del 3% del PIB. La mayor demanda por parte de la UE y Japón y la depreciación controlada del dólar a través de los

Acuerdos del Hotel Plaza entre los bancos centrales permitió que el ajuste se llevara a cabo sin provocar una recesión mundial. Sin embargo, en esta ocasión, es mucho más difícil. Por un lado, el desequilibrio es ahora mucho mayor que entonces (un 5% del PIB) y, por otro lado, la economía del resto del mundo es mucho más frágil que entonces. Alemania está saliendo de una recesión corta y Japón de una recesión muy larga. Ambos países necesitan todavía hacer reformas muy importantes de sus mercados de bienes y servicios y de sus mercados de capitales y de trabajo. Sólo China es el país que está realmente ayudando con un aumento (30% anual) de sus importaciones del resto del mundo y además comprando deuda de EEUU para financiar su déficit externo, al tiempo que evita una revalorización del yuan.

Sin embargo, tanto Japón como Alemania, y en general la UE, pueden jugar un papel muy importante en 2004. La economía japonesa ha empezado a crecer ya a ritmos normales en 2003, con una tasa estimada del 2,3%, que se espera que se mantenga en el 2004 a ritmos cercanos al 2%. Alemania, que ha experimentado un crecimiento negativo en 2003 (-0,1%) podría crecer un 1,7% en 2004. Francia, pasaría del 0,2% de

crecimiento en el 2003 al 1,9% en 2004, Italia también mejoraría su crecimiento, pasando del 0,5% en 2003 al 1,7% en 2004 y el Reino Unido lo mantendría y aumentaría del 2% actual al 2,8% en 2004. El mayor crecimiento de estos países en este año, que les acerca a su tasa de crecimiento potencial, puede ayudar a que el ajuste sea menos duro.

“Los bonos del Tesoro norteamericano en manos de extranjeros alcanzan ya el récord histórico de cerca del 50%”

La segunda mejor solución sería un ajuste gradual de la demanda interna de EEUU. Si las familias norteamericanas pudieran aumentar poco a poco su ahorro y el Gobierno norteamericano pudiera empezar a reducir su gasto público, especialmente el militar, que es más fácil de reducir, y a limitar el período de duración de sus rebajas fiscales, para evitar un fuerte aumento de los impuestos después de las elecciones, se podría evitar un fuerte y adicional desplome del dólar y una desaceleración mundial. De no ser así, la vía de ajuste vendría por un aumento de los tipos de interés por parte del Consejo de la Reserva Federal y, al mismo tiempo, una menor inversión extranjera en bonos, una caída de su precio y un aumento de los tipos de interés a largo plazo, lo que pondría en peligro la recuperación de las economías de la UE, de Japón y del resto del mundo. El proble-

ma en este caso es que la experiencia histórica demuestra que tanto las familias como los mercados financieros tienden a reaccionar siempre en exceso tan pronto como empiezan a perder confianza en la economía norteamericana, y por tanto, es muy difícil que se ajusten con cierto gradualismo. De ahí que esta solución tenga que ser complementada con un acuerdo entre los bancos centrales de la UE y asiáticos para intentar que la caída del dólar sea gradual, a través de intervenciones concertadas en los mercados de cambio, comprando dólares y vendiendo euros, yenes y yuanes, pero sin ir frontalmente contra el mercado.

La tercera solución, aunque peor, consiste en que se siga posponiendo el ajuste, tal y como está ocurriendo ahora, y que el dólar termine teniendo un aterrizaje mucho más duro del previsto, a finales del 2004 y en el 2005, después de las elecciones en EEUU, al reducirse rápidamente las compras por parte de los bancos centrales asiáticos al prever que una fuerte caída del dólar y del valor de sus bonos es inevitable. Ahora bien, esta solución supondría que al no comprar más dólares, los países asiáticos dejarían que sus monedas se apreciaran, permitiendo que no sea el euro solo el que pague, con su apreciación, la mayor carga del ajuste, como ocurre ahora. En todo caso, una fuerte caída del dólar, sin la intervención de los bancos centrales, que iría necesariamente ligada a una fuerte subida de la rentabilidad de los bonos norteamericanos, podría provocar una fuerte recesión mundial. Estados Unidos podría resolver no sólo sus problemas de déficit interno y externo, sino también aumentaría su empleo y reduciría su tasa de paro a costa de la del resto del mundo. Sin embargo, la mayor apreciación del yen podría abortar su incipiente recuperación. Lo mismo ocurriría en China y otros países asiáticos, que son grandes exportadores y que necesitan aportaciones del sector exterior para crecer. Finalmente, lo mismo se produciría en la UE, que sólo podría crecer creando una mayor demanda interna, con lo que el BCE tendría que bajar los tipos de interés y el PEC seguiría sin cumplirse durante varios años más.

De todas maneras, las probabilidades de un desmoronamiento del dólar y de una recesión mundial son bajas y decrecientes, una vez que el dólar ya ha caído un 25%, aunque no se pueden descartar, y las probabilidades de una solución gradual son elevadas y van en aumento. Existen varias razones para ello. En primer lugar, empiezan a aumentar los signos de que la recuperación basada en la demanda interna se está consolidando y extendiendo a la mayoría de los países fuera de EEUU. La UE dará un importante salto este año cre-

ciendo un 2% frente a sólo un 0,6% en 2003. Asia, excluido Japón, está creciendo a tasas promedio cercanas al 7% y se espera que sean cercanas al 8% en 2004. Rusia está creciendo ya a más del 6%, lo mismo que India. Brasil es el país grande cuyo crecimiento es más lento, pero se espera que en 2004 pase a un 3,5% un poco por debajo de América Latina, que alcanzaría el 4%. Es decir, si esta recuperación se consolida será más fácil hacer un ajuste gradual al no depender tanto el crecimiento mundial de EEUU.

En segundo lugar, existen claros signos de mejora de la situación financiera del sector privado norteamericano cuyo balance financiero ya empieza a ser positivo tras el proceso de reparaciones que ha experimentado. En estos momentos, es del 0,1%, frente a un 5,5% negativo, hace dos años y medio. La situación ha mejorado especialmente en el sector de negocios privado, que ya ha terminado su ajuste y ahora se encuentra con liquidez para aumentar su gasto de inversión. En tercer lugar, los mercados de renta variable han mejorado en los últimos meses más de lo previsto, mejorando la situación financiera de las empresas y dando muestras de una mayor confianza por parte de los inversores en la consolidación de la recuperación. En cuarto lugar, las condiciones financieras en EEUU son muy laxas, tanto por la depreciación del dólar como por la mejora del precio de las acciones. En el caso de la UE, también lo son, aunque la apreciación del euro, las está endureciendo. De ahí que lo lógico fuera que tanto el Consejo de la Reserva Federal (antes de las elecciones) como el BCE no subieran los tipos de interés hasta ver como se ajusta la economía americana. Finalmente, sería conveniente que los países asiáticos permitieran una ligera y gradual apreciación de sus monedas para ayudar a que la recuperación de la demanda global sea más equilibrada, ya que ayudaría al dólar a deslizarse más, pero no súbitamente, y al euro a apreciarse menos y, además, se evitarían reacciones preelectorales proteccionistas por parte de EEUU, que serían enormemente negativas para la economía mundial.

En todo caso, no se encuentra hoy el mundo con un liderazgo claro y por tanto una solución gradual puede ser crecientemente difícil si cada país sólo piensa en términos locales y no internacionales. Éste es un grave peligro en los momentos actuales, ya que de no tener unas miras más amplias la solución del ajuste duro podría ser inevitable. En este mismo sentido,

otro aspecto de enorme importancia es el que afecta al comercio mundial, que ha sido el verdadero motor de la economía internacional y cuya necesaria liberalización ha quedado sin una dirección clara después de la Cumbre de Cancún. En estos momentos, una decisión unilateral de EEUU de aumentar las cuotas y los aranceles podría hacer que hubiese una reacción contraria de China y de otros países en desarrollo, así como de la UE; ello haría que la Ronda del Milenio se retrasase varios años, con consecuencias muy graves para la economía mundial. Por otro lado, el fracaso de Cancún ha demostrado la absurda posición de la UE y de EEUU de defender una protección y unas subvenciones agrícolas que no tienen ningún sentido económico ni social, que suponen un enorme impuesto a la renta disponible de todos sus ciudadanos, en beneficio de muy pocos agricultores, y que perjudican gravemente la economía de muchos países en desarrollo, especialmente los más pobres. De acuerdo con el Banco Mundial, si la Ronda fuera un éxito se aumentaría la renta de los países en desarrollo en 350.000 millones de dólares al año y se reduciría el número de pobres en 144 millones. Todo ello no sólo está poniendo en peligro la Ronda, sino que está también provocando dificultades para conseguir otros acuerdos regionales como el ALCA (Área de Libre Comercio de las Américas). Si no se restablece pronto la confianza en la Organización Mundial del Comercio y en el futuro del multilateralismo, la solución de ajuste gradual anterior será cada vez más difícil de conseguir.

En definitiva, el balance económico de 2003 es positivo ya que ha supuesto la consolidación de una recuperación que, en principio, puede ser sostenible. Las previsiones macroeconómicas para 2004 apuntan a una clara mejoría de las tasas de crecimiento de la economía mundial que ya estarían muy cerca de su crecimiento potencial. La única incógnita que queda por despejar es cómo se va a ajustar la economía norteamericana para reducir sus elevados déficit gemelos, si de forma gradual o repentina y dura. Hasta ahora, el mayor número de probabilidades recae en una solución gradual que evite un desplome del dólar y una recesión mundial; pero no hay que descartar una solución traumática si los líderes de la UE, EEUU y Japón no son capaces de ponerse de acuerdo y pensar en los intereses globales, en lugar de los nacionales, en el seno del Grupo de los 7.