

Seminario "Metodologías de Análisis de la Coyuntura
Económica Internacional: una perspectiva regional"

CRESET-ILPES-Departamento Nacional de Planeación
Bogotá, Colombia, 27-28 junio 1989



EL AJUSTE EN LA ECONOMIA NORTEAMERICANA:
¿INFLACION O RECESION?

Oswaldo Rosales V.

EL AJUSTE EN LA ECONOMIA NORTEAMERICANA: ¿INFLACION O RECESION?

Oswaldo Rosales V.
(mayo, 1989).

1. La evolución de los desequilibrios

Recientemente la revista The Economist señalaba que más que hablar de la "revolución reaganiana" correspondía hablar de "la fiesta americana", aludiendo al déficit federal que habría alimentado el crecimiento de la producción y el consumo, alentando a la vez el desequilibrio en las cuentas externas.

El pronóstico ofertista suponía equilibrar las cuentas fiscales en 1983, obteniendo superávits de allí en adelante. La realidad ha mostrado, sin embargo, un déficit fiscal que en 1983 llegó a ser un 6.2% del PIB, se mantuvo por sobre el 5% hasta 1986 y recién en 1987 y 1988 se aproxima al 3% del producto. El desahorro fiscal, más un consumo privado que ha crecido más que el producto, han generado un deterioro de las cuentas externas, comercial y corriente. Así entonces, en 1988 el déficit en cuenta corriente ascendió a un 2.8% del producto.

Cuando un país consume por encima de sus recursos sólo puede hacerlo aumentando su endeudamiento con el exterior y a ello es a lo que alude The Economist. En efecto, a comienzos de los ochenta, Estados Unidos mantenía una sólida posición acreedora con el resto del mundo por más de US\$100 mil millones. Como es conocido, dicha posición se altera en 1985, transformándose en un dinámico deudor, desplazando en 1986 a Brasil como la economía más endeudada del mundo y superando en 1988 el total de la deuda externa acumulada por 19 países latinoamericanos.

Cuadro 1
LA EVOLUCION DE LOS DEFICITS FEDERAL Y DE BALANZA DE PAGOS
(Miles de millones de dólares)

AÑO	PRONOSTICO OFERTISTA a/	DEFICIT FEDERAL EFECTIVO	DEFICIT COMERCIAL	DEFICIT CORRIENTE
1981	- 27	- 79.0	14.3	+ 6.8
1982	- 21	- 128.0	0.2	- 8.6
1983	-	- 207.8	- 36.7	- 46.2
1984	28	- 185.3	- 94.9	- 107.0
1985	93	- 212.3	- 100.0	- 115.1
1986		- 221.2	- 123.5	- 138.8
1987		- 149.7	- 140.5	- 153.9
1988		- 155.1	- 118.0	- 135.0

a/ Proyecciones fiscales presentadas por el equipo económico de Reagan en 1980, equipo encabezado por George Schultz y Alan Greenspan.

Fuente: Economic Report of the President, enero, 1989.

Cuadro 2
DEUDA EXTERNA COMPARADA
(Miles de millones de dólares)

PAIS	1984	1985	1986	1987
Estados Unidos	- 3.5	110.7	269.2	368.2
Brasil	105.2	106.7	111.0	121.2
México	96.7	97.8	100.5	102.3
América Latina	369.8	376.6	389.3	410.5

Fuente: Economic Report of the President, 1989 y CEPAL.

2. El ofertismo y la visión optimista del déficit

El debate fiscal reciente se ha animado con un reacomodo teórico de los ofertistas, quienes reducen la significación del déficit. El planteo señala que, a pesar del déficit, la economía ha completado 24 trimestres ininterrumpidos de crecimiento, con una tasa de desempleo del 5.0%, una inflación de 4.5% y un déficit federal en declinación, cercano al 3% del producto. De este modo, la escuela del "aterrizaje suave" pronostica para los próximos años un crecimiento del 2.5%, inflación cercana al 4%, reducción en la tasa de interés y un dólar relativamente estable. El actual valor del dólar sería suficiente para ir revirtiendo paulatinamente el déficit comercial y, del mismo modo, el fuerte ímpetu de las exportaciones y de la inversión fija privada estarían encargándose del adecuado vínculo con el mediano plazo, esto es, permitiendo una recuperación en la productividad y competitividad norteamericanas.

Se alega además que una reducción más acentuada del déficit fiscal podría inducir una recesión y afectaría además de un modo más que proporcional a la inversión pública, en momentos que ésta desempeña un papel destacado.

Desde el ofertismo se cuestiona también el tamaño del déficit. En efecto, Eissner -ex Presidente de la Asociación Estadounidense de Economía- sugiere que en la actualidad lo que realmente existe es un superávit en las cuentas fiscales pues habría que separar aquellos gastos públicos que generan consumo corriente de aquellos gastos de capital (educación, entrenamiento, caminos) que incrementan la capacidad futura de producción. Realizando este ajuste, el déficit caería de US\$155 mil millones a US\$85 mil millones. Si además el cálculo del déficit norteamericano incluyese los presupuestos locales y estatales -US\$55 mil millones de superávit en 1988-, el déficit

caería a sólo US\$30 mil millones. Culmina su análisis proponiendo ajustar la deuda federal por el efecto de la inflación sobre la misma, con lo cual según Eissner se arriba a un superávit presupuestario de US\$42 mil millones, lo que permite sugerir una política fiscal expansionista que incremente el gasto y reduzca los impuestos.^{1/}

Con todo, la escuela ofertista coincide con otros enfoques en que el problema de la economía norteamericana es su insuficiente ahorro interno. La coincidencia obviamente desaparece al momento de las políticas, ya que el ofertismo sugiere ampliar los incentivos tributarios para estimular el ahorro, sin otorgar gran importancia a la expansión del déficit que ello pudiese generar, con una confianza excesiva -y empíricamente no observable- sobre el impacto positivo que estos alivios tributarios tendrían sobre el ahorro. Para ello, se apoyan en el llamado "teorema de la equivalencia de Ricardo", levantado por Barro y su escuela de expectativas racionales. En lo central, dicho teorema postula que el mecanismo de financiamiento del gasto público es irrelevante en las decisiones de consumo y de trabajo de las personas, contrariando el saber macroeconómico convencional sobre el efecto más o menos expansivo de los gastos públicos, según se financie con déficit, impuestos o bonos. Frente a un déficit financiado con bonos, las personas incrementarían su ahorro para cancelar los impuestos futuros que demanda tal déficit; por tanto, de aquí fluyen dos corolarios relevantes para el debate: i) el gobierno puede aumentar su venta de bonos sin impactar en la tasa de interés, dado que las personas estarían dispuestas a comprarlos para financiar el futuro pago de impuestos; en otras palabras, el déficit fiscal no influye en la tasa de interés; ii) el déficit fiscal estimula el ahorro privado, al obligar a provisiones futuras para el pago de impuestos.

^{1/} The New York Times, 21 enero 1989.

Cuadro 3
TASAS DE AHORRO NORTEAMERICANO
(Porcentaje del PIB)

	1985	1986	1987
Balance en cuenta corriente	- 2.9	- 3.3	- 3.4
Balance Federal	- 3.3	- 3.4	- 2.3
Ahorro privado	16.6	16.1	14.7
Ahorro nacional	13.3	12.7	12.4

Fuente: Ricardian equivalence and national saving in the U.S., IMF Working Paper, WP/88/96, 1988.

Sin embargo, la evidencia reciente señala que el déficit público no ha ido acompañado de un aumento en el ahorro privado sino por el contrario, la tasa privada de ahorro ha caído en cerca de dos puntos del producto en dos años. Esta caída es más significativa aún cuando se fija la atención en la tasa de ahorro privada sobre el ingreso disponible, encontrándose aquí un cuello de botella estructural para el futuro desempeño de la economía norteamericana.

Cuadro 4
TASA DE AHORRO PERSONAL SOBRE INGRESO DISPONIBLE

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Estados Unidos	7.5	6.8	5.4	6.1	4.4	4.0	3.2

Fuente: Survey of Current Business, varios números.

La evidencia para la economía norteamericana niega validez empírica al teorema de equivalencia ricardiana, señalando más bien que mayores impuestos o reducción de gastos impactarían positivamente sobre una mayor tasa de ahorro (IMF, op.cit.). Descartado el principio atribuido a Ricardo, pierde también validez la proposición de las expectativas racionales que se apoya en dicho principio para postular la ausencia de vínculos entre el saldo fiscal y el saldo corriente de balanza de pagos, al no verse afectada la tasa de interés.

Del mismo modo, si el problema es el ahorro nacional, poco importa que la inflación erosione el costo efectivo de la deuda federal porque lo que son ganancias para el fisco, representan pérdidas para los acreedores del fisco, los que en un 89% corresponden a residentes que ven así erosionarse sus ahorros.^{2/}

Para mal del ofertismo, los años recientes abonan suficiente evidencia sobre el impacto del déficit fiscal norteamericano en la tasa de interés internacional y en el déficit comercial, argumento recogido hace bastante tiempo por entidades como el FMI, la OCDE y el Banco Mundial.

El argumento del ofertismo descuida en el análisis que el impacto negativo de los déficits puede ser acumulativo y no necesariamente expresarse en el corto plazo. El endeudamiento de América Latina a fines de los 70 también se expresó en el corto plazo en un crecimiento del producto y del empleo, con baja inflación, todo ello gracias a déficits comerciales crecientes financiados desde el exterior, hasta que dicha situación se hizo insostenible para los mercados financieros internacionales. La segunda parte de la historia es conocida: ajuste recesivo, sucesivas devaluaciones, necesidad de generar superávits comerciales y transferencia neta negativa de recursos.

^{2/} The New York Times, Economic Scene, L. Silk, 27 enero 1989.

Ciertamente la analogía es parcial pues la relación deuda/producto es bastante menor en la economía norteamericana; se endeuda en su propia moneda y ésta goza de aceptación universal. Sin embargo, el ahorro interno continúa siendo muy bajo, más de la mitad del mismo es consumido por el déficit fiscal y el crecimiento de la productividad es aún demasiado bajo. El quid de la cuestión estriba en que bajo ahorro y baja productividad no pueden generar una mayor competitividad, que es el único camino válido para reducir el déficit comercial, sin afrontar una aguda recesión. La solución del déficit comercial queda entonces librada a la devaluación del dólar; sin embargo, ello acarrea presiones inflacionarias. En este sentido, la mantención de los actuales niveles del déficit fiscal podría llevar a una recesión, si es que las necesidades comerciales condujesen a una devaluación más brusca y/o a un fuerte incremento en la tasa de interés, necesario para mantener el atractivo de los activos en dólares.

Hay otro vínculo nada de despreciable. Es el existente entre el déficit fiscal, el déficit comercial y la posición de los pasivos externos netos. Estados Unidos mantiene un déficit en cuenta corriente cercano a los US\$140 mil millones y un servicio de la deuda del orden de los US\$50 mil millones, es decir, requiere una mejoría comercial cercana a los US\$200 mil millones para restaurar su equilibrio corriente y para detener el crecimiento de la deuda. Se trata sin duda de magnitudes elevadas, considerando que las exportaciones alcanzaron en 1988 a US\$519 mil millones y las importaciones a US\$614 mil millones, luego que las exportaciones crecieron 13% en 1987 y 18% en 1988.^{3/} Aún cuando las políticas vayan en el sentido correcto, el problema no podrá resolverse antes de cuatro o cinco años y ello quiere decir que en ese lapso continuará aumentando el

^{3/} Survey of Current Business, marzo 1989, Table 8.1, pg. 16.

servicio de la deuda. Esta presión de financiamiento genera una situación de equilibrio inestable donde el financiamiento externo, en ausencia de corte fiscal, exige tasas elevadas de interés para invertir en bonos del Tesoro norteamericano. Una menor tasa de interés reduce el servicio de la deuda y alivia el déficit fiscal; sin embargo, abate al dólar y crea presiones inflacionarias. El incremento en la tasa de interés incrementa los déficits gemelos y fortalece al dólar, pero esto último desbarata los avances en el saldo comercial.

La conocida moraleja de esto es que no puede apostarse a políticas aisladas. Es necesario acompañar el corte fiscal con una devaluación gradual y con una política monetaria más permisiva. En ausencia de disciplinamiento fiscal, el Fed no tiene más alternativa que llevar a cabo una política monetaria restrictiva que evite un desborde inflacionario. Ello es lo que ha acontecido a mediados de febrero.

3. Aumentan las presiones inflacionarias...

En los mercados internacionales continúa la incertidumbre asociada al nivel de los déficits de la economía norteamericana.

En noviembre pasado, mes de las elecciones presidenciales en Estados Unidos, el dólar sufrió una caída cercana al 5%, reflejo de la desconfianza de los mercados financieros en que Bush pudiese cumplir con las metas presupuestarias de la enmienda Gramm-Rudman-Hollings (GRH). La enmienda GRH supone cortes anuales de US\$36.000 millones en el déficit presupuestario desde el año fiscal 1990 (que comienza en octubre 1989) hasta el año fiscal 1993.

El temor de los mercados radica en que el énfasis de la estrategia presupuestaria continúe apoyado casi exclusivamente en crecer para reducir el déficit. Las estimaciones del Congreso (CBO) suponen para los próximos años un crecimiento de 3% a 3.5% anual y una tasa de interés del 7%; con ambas variables así comportadas, el déficit fiscal llegaría a cero en 1993 ó 1994.

Estas proyecciones sugieren dos tipos de dudas: i) validez de las mismas; y ii) impacto inflacionario de tal crecimiento. En materia de proyecciones, la experiencia indica que cada punto de subestimación en el pronóstico de inflación, y si ésta se traspasa a la tasa de interés, que es lo más probable, ello agrega US\$11.000 millones al déficit federal. Por otro lado, una sobreestimación de un punto en el crecimiento, agrega otros US\$27.000 millones al déficit. 4/ A comienzos de mayo la tasa prime es de 11.5% y la de los bonos gubernamentales es de 9%, por tanto, se requeriría una fuerte baja en la tasa de interés futura en lo que resta del año, para aproximarse al nivel de 7%. Ello parece poco probable por las tendencias inflacionarias de la economía norteamericana.

Los elementos que avalan la preocupación por la inflación en Estados Unidos vienen de cuatro áreas:

- i) La economía se encuentra cerca de su nivel de plena capacidad;
- ii) La tasa de desempleo es la más baja en 15 años, hay escasez de determinados tipos de trabajo y aparecen presiones al alza de los salarios;

4/ Ver Amex Bank Review, diciembre 1988.

- iii) La economía se mueve por encima de su capacidad potencial de crecimiento, estimada en 2.8% anual por el FMI; y
- iv) El déficit comercial continúa siendo un 3% del producto.

Lo anterior se viene reflejando en el índice de precios del consumo que viene incrementándose paulatinamente desde diciembre pasado. Dicho índice llegó en septiembre a un 4.2% anual (12 meses, septiembre a septiembre), se mantuvo en ese nivel hasta noviembre, y en diciembre llega a un 4.6%. La tendencia alcista continúa este año con valores de 4.7% anual en enero, 4.8% en febrero y 5% en marzo.

Estas preocupaciones, sin duda, deben matizarse incluyendo los cambios estructurales acaecidos en la economía norteamericana que facilitan el control de precios (desregulación y mayor competencia interna, mercados de trabajo más flexibles, una economía más abierta). Del mismo modo, el análisis debiera incluir como variable de política el hecho que ni el Fed ni la administración de Bush están dispuestos a convivir con mayor inflación.

Lo anterior desplaza entonces la preocupación desde un escenario inflacionario a uno recesivo. Antes de examinar tal tema, veamos que acontece con las presiones inflacionarias.

a) Uso de la capacidad instalada.

El uso de la misma viene aumentando desde 1986. En la manufactura, el índice de uso de capacidad ha pasado de 79.7% en 1986 a 84.6% en febrero de 1989.^{5/} De acuerdo a informaciones de

^{5/} Business Week, 17 abril 1989.

prensa, para hacer frente al reto de la competencia, las empresas se están orientando más a la compra de equipos para incrementar productividad y menos a la creación de nuevas empresas. El peak histórico de uso de capacidad se alcanzó en 1979 con un 87.5%, momento en que la inflación superó el 10% anual.

b) Empleo y salarios

La tasa de desempleo en marzo de 1989 fue de 4.9% de la fuerza de trabajo, la tasa más baja en 20 años. Desagregando esta cifra por estados, se aprecian con mayor nitidez aún las presiones de demanda laboral, con estados como Massachusetts y California, donde ya a mediados de 1988 el desempleo era inferior al 4% o como Washington y New Hampshire donde era inferior al 3%.^{6/}

Los nuevos empleos tienden a darse en suburbios, aprovechando el menor costo de construcción. Sin embargo, ello plantea problemas de movilización y transporte de la mano de obra, obligando a que los empleadores ofrezcan transporte gratuito. Los nuevos empleos se dan preferentemente en servicios que demandan bajas habilidades, generan bajos ingresos y con predominio de trabajadores jóvenes.

La economía norteamericana enfrenta mercados laborales tensionados por presiones de demanda, con eventuales alzas salariales. De abril de 1987 a abril de 1988, la tasa salarial horaria aumentó un 2.9%, superior levemente al incremento de 2.5% de 1987, el menor incremento en cuarenta años. Con todo, ese incremento de 2.9% equivalió a una reducción real de 1%.^{7/} De modo que las presiones inflacionarias permanecían atenuadas por

^{6/} The Economist, 27 agosto 1988.

^{7/} The Economist, 14 mayo 1988.

la confianza en los cambios estructurales acaecidos en la economía norteamericana.

Sin embargo, en el primer trimestre de 1989, la tasa salarial horaria creció 4% anual, contra 3% y 2% en los años previos. Continúa estando bajo la inflación, pero muestra una tendencia sostenida al alza. Más aún, la mayor presión salarial se encuentra en servicios, el sector más dinámico. En la manufactura crecieron en el citado trimestre sólo 3.1%, en línea con la productividad, pero en servicios -que emplea al 76% de los no-agrícolas- los salarios subieron 4.4% y aquí las ganancias de productividad han sido débiles, de modo que el costo unitario de la mano de obra está aumentando en el sector más dinámico de la economía.^{8/}

Cuadro 5
PRODUCCION, EMPLEO, COSTOS Y SALARIOS EN LOS OCHENTA

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
1.PNB	1.9	-2.5	3.6	6.8	3.4	2.8	3.4	3.9
2.Productividad(*)	2.2	2.2	5.8	5.4	5.2	3.7	2.8	n.d
3.Empleo	1.1	-0.9	1.3	4.1	2.0	2.3	2.6	3.6
3.1 Industria	-0.6	-6.6	-2.0	5.9	0.5	-1.2	0.9	3.1
3.2 Servicios	1.4	0.1	1.7	4.3	4.1	3.1	3.4	3.8
4.Costo unit.trab.	7.7	8.3	1.4	1.5	2.4	2.1	3.1	n.d
5.IPC	10.3	6.2	3.2	4.3	3.6	1.9	3.6	4.6

(*) Manufacturas

Fuentes: Economic Outlook, OECD, diciembre 1988 filas 1 y 3 hasta el año 1987; Monthly Labour Review, agosto 1988, fila 2; Economic Report of the President, enero 1989, filas 3.1 y 3.2 hasta 1987; filas 4 y 5 hasta 1987; Survey of Current Business, marzo 1989, para el año 1988.

^{8/} Business Week, 24 abril 1989.

Una mirada a la década de los ochenta en empleo, ingresos y salarios permite apreciar dos subperíodos en la economía norteamericana: el período 1981-84 y el de 1985-87, cuyas características se proyectaron a 1988. El segundo período mantiene el crecimiento anual en la productividad (manufacturera) de 3.9%, bastante elevado para la tendencia de la economía norteamericana. Recordemos que en la década del 60, dicha productividad creció a un 3% anual y en el período 1976-80 a un modesto 1.8% anual. En este segundo período, junto con mantenerse este desempeño en productividad, el crecimiento del PNB y del empleo es mayor, paralelo a una desaceleración en el costo unitario del trabajo y en la inflación, medida por el índice de precios al consumidor.

Cuadro 6
PRODUCCION, COSTOS Y EMPLEO, 1981-1987
(Tasas promedio de variación anual)

	1981-87	1981-84	1985-87
PNB	2.7	2.4	3.2
Productividad	3.9	3.9	3.9
Empleo	1.7	1.4	2.3
Costo unitario trabajo	3.7	4.6	2.5
IPC	4.7	5.9	3.0

Fuente: Calculado sobre el cuadro anterior.

Dicha tendencia se proyectó nitidamente en 1988 conduciendo a una tasa de crecimiento del 3.9%, un crecimiento de 5.7% en la producción industrial; de 3% en la tasa salarial por hora y una tasa de desempleo inferior al 5%, junto con un IPC que se empinó al 4.6% anual. Esto es, la expansión empieza a encontrar límites por el lado de las presiones de costo salariales y por el grado de uso de la capacidad instalada.

Cabe una disgresión sobre las cifras de productividad. Ya se destacaba el fuerte incremento en la productividad manufacturera, sin embargo, algo distinto acontece con la productividad global de la economía no agrícola donde las estimaciones de incremento anual van desde un 0.8% para el período 87-90 según la OECD y un 1.7% según el Council of Economic Advisers. (Economic Report of the President, febrero 1988). En ambos casos, la evolución de la productividad es superada por el incremento en el costo unitario del trabajo y en la tasa salarial horaria, así como por la evolución del empleo.

Revive también la polémica sobre el salario mínimo. Durante el período de Reagan, el salario mínimo ha caído cerca de 1/4 en términos reales. Cumple en mayo ocho años congelado al nivel de US\$3,35 la hora.

Cifras del U.S. Department of Labour señalan que existen 20.7 millones de personas bajo el nivel de pobreza y 3.9 millones de trabajadores que perciben el salario mínimo. De estos últimos, 0.3 millones, sólo el 7.7% está bajo la línea de pobreza.^{9/} El resto corresponde a trabajadores a tiempo parcial y trabajadores con más de un perceptor de renta por grupo familiar. Es decir, el vínculo entre pobreza y salario mínimo en Estados Unidos es bastante débil.

El argumento clásico señala que un incremento en el salario mínimo reduce las oportunidades de empleo para los más jóvenes, los de menores habilidades, las minorías, y que su efecto sobre la pobreza es reducido. Esos argumentos, más la comprobación de los bajos niveles de desempleo que han coexistido con el deterioro real del salario mínimo, han generado una renuencia del Congreso a revisar el nivel del mismo.

9/ The Economist, 1.0 de abril de 1989.

A mediados del año pasado, una propuesta de Kennedy y Hawkins que indexaba el mínimo a la mitad del salario medio nacional fue descartada. Posteriormente T. Petri, representante republicano por Wisconsin propuso no innovar en el salario mínimo, a cambio de incrementar el subsidio tributario de US\$870 al año a la suma de US\$2.500, en función del número de hijos, siendo esa última cifra el tope que recibirían las familias pobres de 4 ó más hijos. El costo de tal propuesta se estima en US\$1.500 millones en el primer año.

Con todo, la preocupación por el nivel del salario mínimo recoge algo del debate sobre equidad en la sociedad norteamericana. A comienzos de los 60, el mínimo correspondía casi a la mitad del salario nacional promedio y en 1988 a cerca de un tercio del mismo. La economía norteamericana ha conocido el ciclo expansivo más largo en 40 años; sin embargo, persiste la impresión que la desigualdad se ha incrementado.

La campaña de Bush no pudo ser ajena a tal debate. En efecto, dicha campaña ofreció un aumento paulatino del mínimo hasta llegar a US\$4.25 en tres años, junto con un nuevo salario de entrenamiento por seis meses para los jóvenes que permanecería en los US\$3.35. Esto, en oposición a la propuesta demócrata de subirlo a US\$4.65 y con pérdidas de empleos cercanas a los 650.000 puestos. La propuesta republicana aspira a reducir las pérdidas de empleos a sólo 200.000 plazas.

Sin embargo en la actualidad, tales promesas de campaña dificultan la gestión de gobierno pues con una tasa de desocupación inferior al 5%, con escaseces sectoriales de mano de obra y salarios moviéndose al alza, se estima que un alza del piso salarial bien podría inducir un empujón de costos salariales, más aún considerando que en muchas zonas ya es

difícil contratar por el mínimo y nueve estados ya pagan más de dicho nivel.^{10/}

En síntesis, la tasa salarial horaria viene creciendo a un nivel cercano al 4% anual mientras que la productividad crece a una tasa anual de 0.8% para el período 1987-90, según estimaciones de la OECD. Las ganancias horarias están superando la mejoría en productividad, pero aún son inferiores al crecimiento de los precios. Que estas mayores ganancias del trabajo no pasen a precios supone recortar los beneficios, lo que podría estar explicando la reciente desaceleración de la inversión. La tasa de inflación se viene moviendo a una tasa anual entre 4.5 y 5%; la visión optimista señala que ésa sería la tasa natural de inflación norteamericana y que tasas menores en 1986 y 1987 responderían a menor precio del petróleo y otros productos básicos. La visión pesimista detecta el crecimiento sostenido en los indicadores de costos y precios en la economía norteamericana y concluye que ello sólo podrá detenerse con una recesión.

4. Pronósticos de recesión

En el bienio 87-88, la economía norteamericana inició un proceso de ajuste, con un crecimiento de su demanda interna inferior al crecimiento del producto, lo que permitió una paulatina reducción de sus déficits federal y comercial. Se trató de un crecimiento liderado por la inversión y las exportaciones; sin embargo, los aumentos del consumo y particularmente de las importaciones siguieron siendo significativos.

^{10/} The Economist, 10. abril 1989.

El ajuste en el sector externo durante 1987 y 1988 se realizó a través de un incremento en las exportaciones mayor que en las importaciones. Sin embargo, las importaciones continuaron creciendo por encima del ingreso y por encima del incremento en el comercio internacional, al menos en 1987.^{11/}

Cuadro 7
EVOLUCION MACROECONOMICA 1986-1988
(Tasas de variación anual)

	1986	1987	1988	1988(*)			
				I	II	III	IV
PNB	2.8	3.4	3.9	3.4	3.0	2.5	2.4
Demanda interna	3.7	3.0	3.0	1.6	1.3	2.5	3.5
Exportaciones	3.0	13.1	18.0	25.7	9.1	14.5	6.5
Importaciones	9.4	7.9	8.7	6.9	-3.7	13.1	13.5
Consumo privado	4.3	2.7	2.8	4.5	3.0	3.9	3.5
Inv.bruta c.fijo	0.0	2.0	6.1	3.3	10.5	4.1	0.8

(*) Tasas trimestrales anualizadas, depuradas de variaciones estacionales.

Fuente: Años 1986 y 1987, Economic Outlook, OECD, dic. 1988.
Año 1988, Survey of Current Business, marzo 1989.

Se trata de un tipo de ajuste doblemente frágil: por un lado, reposa excesivamente en la expansión de la demanda externa -recordemos que un 43% de las exportaciones de EE.UU. van a los países en desarrollo- y, por otro lado, obliga a un sobrecalentamiento de la economía. En efecto, el crecimiento del empleo, de los salarios y de la deuda de los consumidores se refleja en un persistente crecimiento del consumo.

^{11/} Durante 1988 se asistió a un crecimiento vertiginoso en el comercio mundial, ya que el volumen del mismo se incrementó en 8.5%, con un incremento en el valor de 14%. (GATT).

A fines de 1988 empezó a quedar claro el deterioro del boom exportador y de las inversiones, paralelo al crecimiento de las presiones de costo. De esta forma, luego de seis años y medio de expansión, las presiones de costos, el elevado uso de la capacidad instalada y las presiones de alza salarial, forzaron al Fed a un incremento en la tasa de interés a fines de febrero.^{12/}

Las mayores tasas de interés aumentan el costo de la deuda de las empresas y afecta sus relaciones de liquidez. En el último trimestre, los pagos de intereses de las empresas no financieras aumentaron a un 21.3% de sus flujos de caja, cercano al nivel record de 22.7% que se alcanzó en la recesión 1973-74.^{13/}

En este sentido, el Fed enfrenta un dilema: por un lado, es conocida la afirmación de Greenspan de que la economía norteamericana difícilmente puede resistir un crecimiento superior al 2.5 ó 3% anual, sin desatar presiones inflacionarias. Por otro lado, también hay temores que un accionar monetario más restrictivo, sea por rezago o por impacto de los recientes cambios estructurales en la economía, pueda inducir una recesión demasiado acentuada.

La recesión hoy es más peligrosa que antes en EE.UU. pues enfrentaría un contexto generalizado de endeudamiento: las empresas, los consumidores y el sector público. El incremento en la tasa de interés ha afectado la liquidez de las empresas, como ya se comentó; también está afectando la construcción de

^{12/} El 24 de febrero reciente, el Fed subió su tasa de descuento de 6.5 a 7%, un día después que el Chase y el Republic subieron la Prime de 11 a 11.5%. Desde noviembre de 1988 al mes de abril de 1989, la Prime ha pasado de 10.0% a 11.5%, incremento que significa cerca de US\$4.300 millones en mayor pago de intereses por parte de América Latina.

^{13/} Business Week, 24 abril 1989.

viviendas y la compra de bienes durables. Afecta también la situación del sistema de ahorro y préstamo, sumido en una crisis cuyo rescate podría significar hasta US\$50.000 millones a los contribuyentes, dependiendo de la modalidad que se adopte para el rescate del mismo. Finalmente, afecta la situación fiscal pues la Casa Blanca predijo a comienzos de 1989 una tasa de interés promedio para el año de 6.3% (pagarés del Tesoro a tres meses) y a fines de abril ya es cercana al 9%. Cada punto porcentual de incremento en esa tasa de interés puede elevar los pagos federales por intereses en US\$5.000 millones.

Por tanto, el accionar del Fed hará la diferencia entre una desaceleración, que será bienvenida, y una recesión, que podría ser bastante complicada. Con todo, algunos economistas asociados a Wall Street creen que una reducción suave en el crecimiento sería insuficiente para reducir las presiones inflacionarias, pues rápidamente se volvería al punto de partida. Es decir, un "aterrizaje suave" obligaría al Fed a no descuidarse del índice inflacionario, afectando una nueva dinámica de crecimiento. Por el contrario, una recesión -por ejemplo, una caída de 1% en el crecimiento- le permitiría al Fed inducir una expansión más robusta, retomando el crecimiento con menor inflación y menor déficit tanto fiscal como comercial.^{14/}

5. Los desafíos del Fed

Un severo problema que enfrentan las autoridades del Fed es conocer el impacto de sus políticas en una economía que ha enfrentado severas modificaciones.

Luego de las reformas tributarias de Reagan, la rentabilidad de las empresas ha aumentado notablemente. En 1988, por ejemplo, después de impuestos, los beneficios aumentaron un 12.7%, el

^{14/} Business Week, 24 abril 1989.

mayor incremento desde 1983. Sin embargo, hay un debate sobre la pertinencia de dichos valores,^{15/} ya que ello refleja un cambio en las reglas de depreciación pues la reforma de 1986 redujo la tasa de depreciación y dicha transición durará hasta 1992. Si se contabilizan los beneficios después de impuestos a la producción corriente, removiéndose así la distorsión asociada a la nueva depreciación del capital y las inversiones, entonces el aumento en utilidades en 1988 es sólo de 3.5%, casi similar al incremento de precios. Por otra parte, el financiamiento de las empresas se ha orientado hacia una mayor proporción de deuda que en el pasado, aumentando la vulnerabilidad de los negocios frente a un ciclo recesivo, ya que en tal ciclo caerán los dividendos pero igual se deberá hacer frente al pago de intereses. En este sentido, el cambio estructural en el financiamiento de las empresas aparece como preocupante, considerando que sólo en 1988 US\$200.000 millones en acciones se transformaron en endeudamiento.^{16/}

Por su parte, las familias norteamericanas tienen una cartera que incluye más ahorros a tasas flotantes que deudas en condiciones similares,^{17/} por tanto, en el corto plazo, mayores tasas de interés pueden incentivar el consumo, junto con afectar inmediatamente la inversión en plantas y equipos. Por tanto, aquí la desregulación financiera enturbia las decisiones de gasto, introduciendo rezagos en el consumo que pudieran reflejarse en un posterior sobreajuste, con claras connotaciones recesivas.

El Fed teme entonces justificadamente un sobreajuste monetario pues además del impacto recesivo en la economía

^{15/} Ver Business Week, 24 abril 1989.

^{16/} The Economist, 7 enero 1989.

^{17/} The Economist, 10. abril 1989.

norteamericana, otros países podrían seguir a EE.UU. para apoyar sus respectivas monedas y eludir así la inflación importada de EE.UU. En el caso europeo, un dólar más caro influye en sus importaciones en dólares, particularmente en la factura energética.

El Fed debe asegurar un financiamiento externo cercano a los US\$130.000 millones anuales para cerrar la brecha externa. Puede subir la tasa de interés y/o reducir el valor del dólar para hacer más atractivos los activos en dólares. Sin embargo, tasas de interés mayores pueden inducir recesión y crisis en el mercado accionario. Un dólar más bajo puede impulsar a una inflación más alta y afectar los mercados de bonos. Se trata del dilema de inflación o recesión, ahora probablemente agudizado por la reacción de los mercados financieros y los prestamistas de la economía norteamericana.

En las seis recuperaciones cíclicas de la economía norteamericana EE.UU. estaba endeudado en 13% de su producto; hoy, esa relación es cercana al 25%. Los extranjeros poseen hoy activos en la economía norteamericana por US\$450.000 millones y, por tanto, les interesa la salud de esta economía, de sus empresas, del sistema financiero.

Es decir, las desregulaciones exigen un nuevo accionar del Fed, más sofisticado que antaño. Por ejemplo, fue la remoción del techo de las tasas de interés lo que ha precipitado la crisis del sistema de ahorro y préstamos y ella también es la que hace difícil controlar el excesivo flujo crediticio hacia la construcción de viviendas. Probablemente conseguir un determinado nivel de contracción crediticia, dada la desregulación financiera, hoy exige tasas de interés más elevadas, asunto delicado con empresas, familias y gobierno más dependientes del endeudamiento.

En todo caso, aún cuando la prédica de las expectativas racionales ha impuesto su propuesta de olvidarse del manejo fino de la coyuntura -por desconocimiento de los rezagos de la política económica, por la propia desregulación financiera y aparición de múltiples sustitutos del dinero, etc.- también es cierto que no puede cargarse la mano a la tasa de interés. No puede ella por sí sola encargarse del control de la demanda agregada pues es un instrumento con elevados costos sobre la economía mundial.

Cuando el Fed aumenta la tasa de interés, detiene la caída del dólar, pero si Japón y la RFA siguen esa mayor tasa de interés, desaparece la diferencial de intereses y el dólar vuelve a enfrentar presiones a la baja. Es decir, si los bancos centrales del Grupo de los Tres (EE.UU., Japón y Alemania) intentan mantener fuertes sus monedas, impulsan muy arriba las tasas de interés e inducen una caída innecesaria en la producción y el comercio mundiales.

La política fiscal norteamericana debe ayudar en esta tarea pues, de lo contrario, el ajuste norteamericano implicará mayores tasas de interés y mayor riesgo de recesión. La corrección del desequilibrio externo norteamericano exige un menor déficit fiscal y un dólar más bajo.

A estas alturas, el dólar se ha devaluado en cerca de 45% respecto al yen y al marco alemán, comparado con los valores de comienzos de marzo de 1985, el mayor momento de sobrevaloración de la moneda norteamericana. El período transcurrido desde diciembre pasado hasta abril muestra en todo caso una cierta ruptura con la estabilidad que venía dándose entre estas tres monedas, reapareciendo una cierta revalorización del dólar que sólo puede traer complicaciones al ajuste comercial norteamericano.

Se argumenta que el dólar actual puede ser competitivo con respecto a comparaciones pertinentes de precios, pero la exigencia de una mejora sustantiva en el saldo comercial exige un dólar más bajo.

Cuadro 8
EL AJUSTE DEL DOLAR, 1985-1989
(Tipo de cambio nominal: yens y marcos por dólar y %)

		YEN	DM	<u>Valorización c/r al dólar (%)</u>	
				YEN	DM
Marzo	1985	237	3.43	-	-
Enero	1986	202	2.46	15.0	28.3
Enero	1987	159	1.94	33.0	43.4
Enero	1988	127	1.63	46.4	52.5
Diciembre	1988	124	1.76	47.7	48.7
Abril	1989	132	1.85	44.3	46.0

Fuente: The Economist, varios números.

La caída del dólar entre 1985 y 1987 condujo a un incremento en el precio de las importaciones con un rezago cercano a los 18 meses, ya que la estrategia de los importadores privilegió el corte en los costos y en los beneficios, a fin de preservar su cuota en el mercado norteamericano. Así entonces mientras entre el cuarto trimestre 1984 y el tercer trimestre 1988, el tipo de cambio efectivo se redujo en 32%, el precio de las manufacturas importadas aumentó sólo en 22%.^{18/} En este sentido, como se espera que los ajustes futuros del dólar sean menos pronunciados, el impacto de la devaluación sobre los precios de importación sería más bien menor.

^{18/} The Amex Bank Review, enero 1989.

En todo caso, persiste la incertidumbre en los mercados internacionales sobre la efectiva disposición a reducir el déficit fiscal, acompañándolo con una devaluación gradual. De no avanzarse en este camino, seguirá abierta la posibilidad de una caída no controlada del dólar como respuesta de los mercados financieros internacionales a una demanda persistente de la economía norteamericana por financiamiento externo, sin emprender los ajustes requeridos.