

LA ECONOMÍA DE ESTADOS UNIDOS: EL RETORNO DE LOS DÉFICITS

THE US ECONOMY: THE DEFICITS ARE COMING BACK

Saturnino Aguado Sebastián
Universidad de Alcalá
saturnino.aguado@uah.es

Recibido: mayo de 2006; aceptado: enero de 2007

RESUMEN

El artículo presenta el desempeño económico de Estados Unidos durante las dos últimas presidencias. Los años de la presidencia de Clinton se analizan en el primer capítulo, resaltando sus logros tanto en inversión como en crecimiento, consecuencia de las políticas fiscales implementadas bajo su mandato. En el capítulo segundo se analiza la política económica de George W. Bush, prestando especial atención a las consecuencias de la política fiscal expansiva llevada a cabo durante su presidencia. El capítulo tercero resalta la reaparición, en los últimos tiempos en Estados Unidos, de los denominados "twin deficits", en manera bastante parecida a como aparecieron en los años 80, bajo la presidencia de Ronald Reagan. El capítulo final presenta los problemas y retos que afronta la economía norteamericana en el inmediato futuro, resaltando el problema que puede plantear su abultada deuda externa.

Palabras Clave: Déficit externo; Déficit público; Deuda externa; Estados Unidos.

ABSTRACT

This article presents the performance of the US Economy during the last two presidencies. The Clinton years are analyzed in the first chapter, showing particularly the outcomes on investment and growth as a consequence of pursuing fiscal discipline. In the second part of the article, the presidency of George W. Bush is analyzed, paying particular attention to the consequences of the lax fiscal policies pursued by the new president. Chapter three highlights the reappearance of the Twin Deficits, in a manner quite similar to that of the 80s. A final chapter looks into the future of the US Economy emphasizing the problems posed by the rising US External Debt.

Keywords: External Deficit; Fiscal Deficit; External Debt; United States.

Clasificación JEL: E65; F41.

1. INTRODUCCIÓN

Las políticas económicas, y muy en particular las políticas fiscales, llevadas a cabo por los dos últimos presidentes de Estados Unidos resultan ser muy dispares. Mientras uno, el presidente Clinton, basó su política económica en una política de disciplina fiscal, llevada a cabo con ligeras subidas de impuestos y contención del gasto, su sucesor, George W. Bush, se embarcó en lo que algunos han considerado una política fiscal irresponsable, de bajada de impuestos sin posibilidades reales de contención del gasto público.

Las estadísticas muestran en Estados Unidos el paso, en muy poco tiempo, de un superávit presupuestario, bajo el presidente Clinton, a importantes déficits fiscales, bajo la presidencia de George W. Bush.

Este trabajo analiza cómo se ha producido tal estado de cosas. En el capítulo 1 se presentan las políticas económicas llevadas a cabo por el presidente Clinton. En el capítulo 2, y a modo de contraposición, se analizan los grandes cambios en política fiscal llevados a cabo por el presidente George W. Bush. En el capítulo 3, se presenta la problemática de la reaparición de los denominados “déficits gemelos” en la economía de Estados Unidos, de manera bastante similar a lo ocurrido en los años 80. Finalmente, en el último capítulo, se presentan los condicionantes que tales déficits pueden plantear a medio plazo a la economía norteamericana, prestando especial atención a la creciente deuda externa de los Estados Unidos.

2. LOS ÉXITOS ECONÓMICOS DEL PRESIDENTE CLINTON

El presidente Clinton fue elegido en noviembre de 1992. Clinton era un desconocido político del sur de Estados Unidos que se atrevió a plantar cara al presidente George Bush que, además de su relación previa con Ronald Reagan, contaba con un supuesto éxito político por la reciente Guerra del Golfo. Pero la economía resultó ser el talón de Aquiles de los republicanos en 1992. En realidad, la política económica de Bush no había sido muy distinta de la política de Reagan en sus dos mandatos presidenciales, pero esta vez la

ligera recesión de 1991 fue suficiente para inclinar la balanza electoral a favor de los demócratas.

El programa económico de Clinton resultaba muy sencillo: Tras el experimento de 12 años de bajadas de impuestos y de abultados déficits internos y externos, sus asesores le prepararon un programa contrario, en el que la prioridad resultaba ser, y resultaron efectivamente ser, los siguientes tres objetivos: en primer lugar, disciplina fiscal; en segundo lugar, y relacionado con lo anterior, incremento de la inversión; finalmente, la puesta en práctica de una firme creencia en las ventajas de la liberalización comercial, válidas también para un país de las características de EE UU.

Los resultados más llamativos de los ocho años de gestión económica del Presidente Clinton, se presentan en la Tabla 1.

TABLA 1: LOS ÉXITOS ECONÓMICOS MÁS SIGNIFICATIVOS DE LA PRESIDENCIA DE CLINTON

	1993	2000
<i>Empleo (millones)</i>	109,5	131,9
<i>Saldo presupuestario</i>	-255.000 millones	+ 236.000 millones
<i>(Exportaciones + Importaciones)/PIB</i>	21%	26%
<i>Inversión/PIB</i>	17,5%	21,5%

Fuente: Council of Economic Advisers: *Economic Report of the President*, 2001.

Se crearon más de 22 millones de empleos, gracias a un crecimiento económico medio de, aproximadamente, un 4% durante esos ocho años. El índice de apertura económica subió 5 puntos porcentuales, pasando del 21% al 26%. En cuanto al saldo presupuestario, se pasó de un déficit “heredado” de 255.000 millones de dólares en 1993 a un superávit de 236.000 millones que igualmente pudo “heredar” años después, en 2000, el sucesor de Clinton en la Casa Blanca, George W. Bush. Finalmente, la tasa de inversión respecto al PIB subió la importante cifra de cuatro puntos porcentuales, desde 1993 a 2000.

Siguiendo a Frankel y Orszag (2002), podemos destacar los siguientes factores explicativos del extraordinario desempeño económico de Estados Unidos durante los años de la presidencia de Clinton. En primer lugar, y conviene precisarlo cuanto antes, un poco de suerte¹. Por una parte, porque, hasta el año 1999, los precios del petróleo se mantuvieron relativamente bajos. Además, porque a partir de 1995, la conjunción de un dólar apreciado junto con la incipiente deflación en algunos países importantes como Japón, hicieron que resultara más fácil la contención de la inflación en EEUU.

Por otra parte, y muy importante, la caída del muro de Berlín y el consiguiente final de la Guerra Fría permitieron a Clinton, como se observa en la Tabla 2, reducir sensiblemente los gastos de Defensa y, con ello, ayudar a

¹ Véase Dornbusch (2000).

la consecución de su objetivo de reducción de los déficits fiscales durante su presidencia.

TABLA 2: EL GASTO EN DEFENSA EN EEUU (PORCENTAJE RESPECTO AL PIB)

	<i>Déficit Público</i>	<i>Gasto en Defensa</i>
<i>Reagan</i>		
1981-1984	-3,5%	5,9%
1985-1988	-3,1%	6,3%
<i>George Bush</i>		
1989-1992	-3,3%	5,2%
<i>Clinton</i>		
1993-1996	-2,7%	3,9%
1997-2000	+1,2%	3,2%

Fuente: Frankel y Orszag (2002:65).

En segundo lugar, hay que referirse a la correcta mezcla de política económica llevada a cabo por Clinton durante sus ocho años de mandato, básicamente una política económica consistente en una política fiscal contractiva asociada a una política monetaria expansiva llevada a cabo por la Fed.

La decisión más importante de política fiscal llevada a cabo por Clinton fue su Omnibus Budget Reconciliation Act de 1993 (OBRA93), que supuso una subida de los tipos marginales de imposición para los sectores más favorecidos de la sociedad norteamericana². Ello produjo, junto con la contención del gasto, y gracias también al fuerte crecimiento económico y al *boom* de la Bolsa de Valores que produjo importantes ingresos fiscales en concepto de plusvalías, el comienzo del fin del período de déficits fiscales y el comienzo de un breve período de superávits fiscales. Este último lamentablemente breve, pues la política económica de Clinton no pudo tener continuidad con una posible política económica de Al Gore, opuesta a la de George W. Bush, con la consecuente aparición de nuevos déficits fiscales, situación en la que, de nuevo, como continuación de los 80, se encuentra otra vez la economía norteamericana.

Otra importante decisión de política fiscal de Clinton fue su declaración en el Congreso durante su Discurso del Estado de la Unión de 1989 sobre "Save Social Security First" que empezó a sentar las bases de un posible uso de los incipientes superávits fiscales durante sus últimos años de mandato. La idea era dedicar los mencionados superávits a garantizar las prestaciones futuras de la Seguridad Social, habida cuenta del inminente comienzo del retiro de los

² Antes de aprobarse el plan de Clinton, las familias con rentas superiores a \$140.000 pagaban una tasa impositiva marginal del 31%. Después, pasaron a pagar el 36%. Igualmente, las familias con ingresos superiores a \$250.000 pasaron a pagar el 39,6%. Hay que reconocer, por otra parte, que el presidente George Bush ya había subido en su OBRA90 algunos impuestos sobre artículos de lujo, lo cual, junto con la recesión de 1991, quizás le costara la presidencia.

llamados "baby boomers". Ello, como antesala del debate que posteriormente surgió durante la campaña electoral de 2000 en la que otros, básicamente los republicanos, apoyaban el uso de esos superávits para conseguir ulteriores bajadas de impuestos. Pero, sobre este debate, volveremos más adelante.

La política monetaria durante los años de Clinton fue, como hemos dicho, ligeramente expansiva. Ello fue posible gracias a los bajos niveles de inflación comentados anteriormente (véase la Tabla 3), así como a la política fiscal responsable llevada a cabo durante la presidencia de Clinton.

Otro importante factor a tener en cuenta que explica el éxito económico durante la presidencia de Clinton fue la creencia en los beneficios que una mayor apertura económica o, si se quiere, un incremento de la globalización, reportaría a los EEUU³. La presidencia de Clinton comenzó con la firma del NAFTA entre USA, Canadá y México, y finalizó con el ingreso de China en la OMC, episodios que explican, en su parte correspondiente, el proceso de incremento de la tasa de apertura económica, en 4 puntos porcentuales, que reflejamos en la Tabla 1 y que supuso una importante contribución al crecimiento económico de aquellos años⁴.

TABLA 3: CRECIMIENTO, INVERSIÓN BRUTA, INFLACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS DURANTE LOS DOS MANDATOS PRESIDENCIALES DE CLINTON

Años	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Crecimiento	3,0%	4,1%	2,5%	4,0%	4,8%	4,2%	4,6%	3,8%
Inversión	17,5%	18,0%	18,5%	18,6%	19,2%	20,1%	21,1%	21,5%
Inflación	3,2%	2,8%	3,2%	3,6%	2,0%	1,7%	2,0%	3,5%
Tip. Interés	6,8%	7,8%	7,0%	6,8%	6,7%	5,8%	6,0%	6,2%

Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis, *International Economic Trends*, Julio 2004.

Nota: La tasa de inversión bruta aparece como porcentaje del PIB. Los datos de inflación se refieren al IPC. Los tipos de interés son de los bonos del tesoro a largo plazo).

El último logro importante de la presidencia de Clinton, que muchas veces resulta ignorado en parte seguramente por la falta de datos actualizados sobre el tema, resultó ser la mejora en la cohesión social y en la distribución de la renta en Estados Unidos. Como se observa en la Tabla 4, EEUU se ha hecho

³ Véase el artículo de Lawrence, sobre política comercial, en Frankel y Orszag (2002). En ese mismo libro también se pueden encontrar interesantes trabajos sobre otros factores, con efectos a más largo plazo, explicativos del crecimiento económico en la década de los 90, como son la desregulación, la innovación y la energía y medio ambiente. Para un análisis más escéptico de los años de la presidencia de Clinton, ver Stiglitz (2003).

⁴ En este tema, en el que el presidente Clinton puede parecer menos proteccionista que otros presidentes, como por ejemplo, el presidente George W. Bush con sus imposiciones de aranceles al acero y sus subsidios agrícolas, y en otros temas, como por ejemplo las políticas fiscales expansivas de los presidentes republicanos, frente a la política fiscal contractiva de Clinton, pareciera como si, en temas de política económica, los demócratas y los republicanos en EEUU hubieran intercambiado sus roles. Sobre ello, véase Frankel (2002).

un país más desigual en los últimos 25 años, pero la presidencia de Clinton, a través fundamentalmente de su política fiscal, aparece como amortiguador de tal tendencia, siendo el único período en el que la renta familiar media creció para los tres quintiles de menores rentas del país y presentando, por otra parte, crecimientos moderados de las rentas de los sectores más beneficiados.

TABLA 4: EE.UU.: RENTA FAMILIAR REAL MEDIA ANTES DE IMPUESTOS

Categoría	1977	1993	1999	1977-1999	1993-1999
Quintil 1	\$10.000	\$7.800	\$8.400	-16,0%	7,7%
Quintil 2	\$23.700	\$19.600	\$21.200	-10,5%	8,2%
Quintil 3	\$36.400	\$32.300	\$35.400	-2,7%	9,6%
Quintil 4	\$49.300	\$49.000	\$53.000	7,5%	8,2%
Quintil 5	\$94.300	\$114.000	\$132.000	40,0%	15,8%
Media	\$42.900	\$44.100	\$49.500	15,4%	12,2%
10% más rico	\$125.000	\$158.000	\$188.000	50,4%	19,0%
5% más rico	\$166.000	\$225.000	\$276.000	66,3%	22,7%
1% más rico	\$356.000	\$584.000	\$719.000	102,0%	23,1%

Fuente: Auerbach (2000).

Nota: Cifras en dólares del año 1995.

La política fiscal resulta ser, en todo caso, la diferencia crucial entre la política económica de Clinton y la del resto de presidentes republicanos de las últimas dos décadas y media. Puede parecer hoy increíble, pero Clinton se presentó a las elecciones de 1992 con un programa económico en el que proponía una subida de impuestos en caso de ser elegido. Subida de impuestos a los sectores más favorecidos de la sociedad norteamericana, pero subida de impuestos, al fin y al cabo.

El modelo económico en que se basaba tal política era, por un lado, muy distinto a los planteados anteriormente por los equipos económicos de Reagan y Bush, y, por otro lado, muy sencillo⁵.

Empecemos por recordar la identidad contable fundamental que sintetiza y resume las interconexiones entre las variables macroeconómicas más importantes de un país:

$$S-I = Y-A = X-IM$$

⁵ Véase Ball y Mankiw (1995). Curiosamente, Mankiw acabó siendo nombrado, por George W. Bush, presidente de su consejo de asesores económicos, lo que dio lugar a una cierta polémica a principios de la década del 2000 por las posibles contradicciones entre la teoría económica y las políticas económicas llevadas a cabo bajo la presidencia de George W. Bush. Sobre ello, véase Frankel (2003).

Donde S e I son el ahorro nacional y la inversión, Y y A la renta nacional y el gasto total (o absorción), y X e IM las exportaciones e importaciones de bienes y servicios.

La identidad anterior resulta muy útil a la hora de analizar la economía norteamericana, pues una de sus características es la de ser una economía con un déficit secular en sus cuentas exteriores. Lo que nos dice la identidad macroeconómica es que un déficit de balanza de pagos siempre debe tener como contrapartida un exceso de inversión con respecto al nivel de ahorro nacional, o, si se prefiere, una insuficiencia del ahorro con respecto a la inversión.

Resulta útil también reescribir la identidad anterior de la siguiente manera:

$$S_{\text{Priv}} + S_{\text{Pub}} - I = X - IM,$$

Donde S_{Priv} y S_{Pub} son, respectivamente, el ahorro del sector privado y el ahorro del sector público.

Esta segunda identidad, derivada de la anterior, puede también sernos muy útil a la hora de explicar la problemática especial de la economía norteamericana, pues en ella aparece otra de las características casi recurrentes de esa economía, el déficit fiscal. Además la identidad puede sugerir, claramente, la forma en que un déficit fiscal puede conducir a la aparición de un déficit externo. Si el ahorro público disminuyera, como consecuencia, por ejemplo, de un déficit fiscal, el resto de las variables contenidas en la identidad deberían comportarse de la siguiente forma: o bien el ahorro privado debería compensar el desahorro público, o bien a inversión debería descender, o, finalmente, el déficit externo debería incrementarse. Aunque, podrían, lógicamente, ocurrir los tres acontecimientos a la vez.

La evidencia empírica de las últimas dos décadas y media que se presenta en la Tabla 7 refleja, inequívocamente, el descenso secular en EEUU de la tasa de ahorro privado, pasando de un 10,3%, respecto al PIB, durante la primera presidencia de Reagan, a un 4,4% durante la primera presidencia de George W. Bush. Por tanto, de las tres posibilidades teóricas presentadas anteriormente, resulta que en EEUU solamente han aparecido como posibles la bajada de la inversión (causada por un presumible incremento de los tipos de interés⁶) y el deterioro de la balanza de pagos por cuenta corriente (consecuencia de la necesaria apreciación del dólar).

Ball y Mankiw (1995) se centran en su trabajo en el peor de los escenarios posibles de los acabados de presentar, el descenso de la inversión, y se

⁶ Gale y Orszag (2002) calculan que un déficit fiscal de una magnitud equivalente a un 1 por ciento del PIB provoca una subida de los tipos de interés a largo plazo en EEUU de entre 50 y 100 puntos básicos porcentuales. Así mismo, Gale y Orszag (2004) calculan que los continuos déficits fiscales planteados por el Presidente Bush provocarán a largo plazo descensos en la renta nacional del orden del 1-2 por ciento.

preguntan cuáles son los efectos a largo plazo de una política fiscal continuada de déficits fiscales. Los efectos a largo plazo son, según los autores, claros. Por un lado, un menor crecimiento económico, debido al menor crecimiento del *stock* de capital del país y, por otro, una redistribución interna, debido al efecto provocado sobre los precios de los factores: menores tasas de crecimiento de los salarios reales y mayores tipos de interés. A largo plazo, además, la política continuada de déficits fiscales provocará o bien futuras subidas de impuestos, o bien correspondientes bajadas en el gasto público, con los consiguientes efectos redistributivos que tales políticas pueden llevar consigo.

Los déficits fiscales continuados, por tanto, tienen importantes consecuencias sobre la inversión y el futuro económico del país⁷. Además, y como se verá con más detalle en el capítulo dedicado al endeudamiento externo, hay que mencionar los importantes efectos que los continuados déficits externos pueden provocar en variables tan importantes como el tipo de cambio y la capacidad futura de endeudamiento externo que pueda tener el país.

En términos de porcentajes sobre el PIB, todo lo anterior, y la historia de las seis últimas presidencias norteamericanas, se observan claramente en la Tabla 7. En la tabla se observa, en primer lugar, el anteriormente comentado descenso secular en la tasa de ahorro privado del país.

El ahorro privado neto suponía en la presidencia de Reagan aproximadamente el equivalente al 9,5% del PIB y, posteriormente, ha ido descendiendo paulatinamente hasta situarse en el 4,4% del PIB en la primera presidencia del presidente George W. Bush.

En la tabla también se observa claramente la evolución del ahorro público neto en Estados Unidos, consecuencia de las políticas fiscales llevadas a cabo en cada una de las seis presidencias. La segunda presidencia de Clinton, entre los años 1997 y 2000, se presenta, en este aspecto, como una especie de oasis, dentro de las abultadas cifras de déficit del resto de los períodos. Igualmente, la segunda presidencia de Clinton se presenta también como la única que consigue hacer crecer la tasa de ahorro nacional, alcanzando la cifra, casi record, de un 6,1% en términos netos.

⁷ En contraposición a las frecuentes opiniones contrarias al respecto emitidas por destacados miembros de la administración de George W. Bush, especialmente su vicepresidente Dick Cheney quien, continuamente, viene comunicando a la opinión pública norteamericana su ya famosa expresión "Deficits don't matter". Sobre el importante papel "ideológico" que el vicepresidente Cheney y otros importantes asesores del presidente George W. Bush, como Karl Rove, vienen ejerciendo en la Casa Blanca, véase Krugman (2003c), Frankel (2003) y Frankel y Stern (2004). Como plantea Krugman, la cuestión "ideológica" bien podría ser que el objetivo de la política fiscal de los republicanos sea la destrucción, por "inanición", de la "bestia gubernamental". Como plantean Frankel y Stern (2004), la cadena de afirmaciones propagando-ideológicas sería la siguiente: "Primero decían que los recortes fiscales no perjudicarían al superávit fiscal. A continuación, cuando el superávit que heredaron se desvaneció convirtiéndose en déficits record, dijeron que los déficits ayudarían a reducir el gasto público, y que para ello serían necesarios más recortes de impuestos. Posteriormente, cuando el gasto público empezó a crecer incluso más deprisa que durante la presidencia de Clinton, empezaron a decir que los déficits no importan, pues no afectan a los tipos de interés".

En una economía cerrada al exterior, tales descensos en las tasas de ahorro nacional hubieran supuesto, inevitablemente, unas caídas similares en la inversión. La inversión neta, que aparece en la columna (4) de la Tabla 7 nunca ha caído, sin embargo, por debajo del 6%, gracias al importante ahorro externo que durante las seis presidencias estudiadas, ha fluído, más o menos confortablemente, a EEUU.

Por supuesto que tales déficits externos tienen su aspecto negativo, pero de momento conviene destacar que, gracias a ellos, la economía norteamericana ha podido mantener unos niveles aceptables de inversión, con sus niveles más altos durante las presidencias de Reagan (8,4% de promedio) y Clinton (7,6% de promedio), y con los niveles más bajos durante las presidencias de ambos presidentes Bush, padre e hijo, (6,2% de promedio).

3. LA ELECCIÓN DE GEORGE W. BUSH Y EL RETORNO DE LA “ECONOMÍA VUDÚ”

En la campaña electoral norteamericana del año 2000 entre Al Gore, vicepresidente con Clinton durante sus dos mandatos presidenciales, y George W. Bush, una de las principales cuestiones económicas planteadas fue, precisamente, qué hacer con los 236.000 millones de dólares de superávit presupuestario del último año de mandato del presidente Clinton.

Se barajaban tres posibilidades: bajar los impuestos (la opción preferida por Bush), incrementar el gasto público, o dedicar el superávit a amortizar una parte de la deuda pública (la opción preferida por Al Gore).

Como bien se sabe, un puñado de votos (alrededor de 500) en el estado de Florida decidieron la presidencia a favor del candidato republicano y, lógicamente, su opción de bajada de impuestos fue la que enseguida se puso en marcha, con los efectos que a continuación se presentarán.

Conviene, en este momento, mencionar el ambiguo papel desempeñado por Alan Greenspan, Presidente de la Fed, en el contexto del debate antes mencionado, y en relación también con la decisión final de Bush de bajar los impuestos.

Durante las dos presidencias de Clinton, Greenspan se había venido mostrando siempre favorable a una política de disciplina fiscal consistente en la disminución progresiva de los déficits fiscales en EEUU, tal y como venía llevando a cabo el equipo económico de Clinton. Incluso, y en relación con el presupuesto de la Seguridad Social, antes de ser presidente de la Fed, Greenspan había presidido una Comisión que, claramente, recomendó subidas de contribuciones para poder seguir financiando, con la mirada puesta en la jubilación de los pensionistas de la generación del “baby boom”, prestaciones cada vez mayores. En julio del año 2000, seguía claramente defendiendo una “política continuada de disciplina fiscal que contribuirá al mantenimiento de una robusta expansión de la economía norteamericana en el futuro⁸.

⁸ Véase Krugman (2004).

Pero llegaron las controvertidas elecciones de noviembre de 2000 y, poco a poco, las creencias de Greenspan sobre las bondades de la disciplina fiscal comenzaron a cambiar. Coincidiendo prácticamente con la toma de posesión de George W. Bush, en una comparecencia ante el Senado, el 25 de enero de 2001, Alan Greenspan empezaba a cambiar su discurso, y en tal comparecencia empezó a defender la política fiscal de reducción de impuestos que preconizaba el ya presidente George W. Bush. Lo que a muchos, entonces, sorprendió fue el tipo de razonamiento que el presidente de la Fed utilizó para convencer a los senadores de la necesidad de un recorte fiscal: ¡la “peligrosa”, según Greenspan, disminución de la deuda pública que se originaría, de seguir la propuesta de Al Gore de continuación de la disciplina fiscal de los años 90!

La Tabla 5 refleja el crecimiento de la deuda pública en EEUU desde el final del mandato del presidente Carter, en 1980, como lógica consecuencia de las políticas de déficits fiscales de los presidentes Reagan y George Bush. Como se observa, la deuda pública se multiplica prácticamente por dos en los años que van desde que Carter deja la Casa Blanca hasta que lo hace George Bush, pasando del 32% respecto al PIB norteamericano al 60%.

La política de disciplina fiscal de Clinton dejó tal ratió en el 58% y, entonces, de repente, en enero de 2001, tras la victoria electoral de George W. Bush y sus promesas de descensos de impuestos, aparece Alan Greenspan alertando de los supuestos males que sobre la economía norteamericana acarrearía la continuación del tipo de política fiscal llevada a cabo por los demócratas durante los ocho años anteriores.

Lo que Greenspan planteaba en su comparecencia de enero de 2001 era el supuesto peligro que ocurriría si la deuda pública, de seguir con las políticas de disciplina fiscal de los demócratas, llegara a desaparecer en un futuro inmediato. El grave problema que aparecería, según Greenspan, sería que dejarían de existir “los bonos de primera calidad que (el sistema financiero) necesitaba”.

Hay quien piensa que ello no fue más que una excusa a ofrecer por parte de Greenspan a su amigo George W. Bush. Otros, como el Premio Nobel Paul Samuelson, hablan con claridad del desastre de la política fiscal llevada a cabo, con el apoyo de Greenspan, por George W. Bush:

“...en la década de 1990, el prudente superávit presupuestario de Clinton-Rubin fue justamente lo que los expertos juiciosos prescribieron para una economía de bajo ahorro y excesivo consumo privado que se enfrentaba a una futura revolución demográfica.

Lo que pasó a continuación es que los generalmente serios gobernadores de la Reserva Federal se convirtieron en locos nerviosos y empezaron a preocuparse demasiado por el hecho de que se liquidara tanta deuda pública como para privar al sistema financiero de la cuota de bonos de primera calidad que necesita. (Sin bonos, ¿cómo podría trabajar la Reserva Federal para suavizar las recesiones y las inflaciones? Bah! ¿Y en qué medida empeorarían la deflación y las trampas de liquidez?).

El sabio y taimado Greenspan, en lugar de ampliar el tipo de activos que la Reserva Federal podría comprar y vender en esa situación remota, cometió el peor error de su larga y distinguida carrera, como ahora lamenta, bendijo temporalmente las desastrosas deducciones fiscales que Bush concedió a los ricos.”⁹

¿Cómo pasó Greenspan de ser el serio gobernador de la Fed a ser el “loco nervioso”, del que habla Samuelson, es un tema que aclararán en el futuro los historiadores económicos. Lo que está claro es que, sin el súbito apoyo de Greenspan, quizás al presidente George W. Bush le hubiera costado mucho más llevar adelante su “desastrosa” política fiscal¹⁰.

TABLA 5: DEUDA PÚBLICA EN EEUU (EN PORCENTAJE DEL PIB)

1980	32%
1984	40%
1988	50%
1992	60%
1996	68%
2000	58%
2004	62%

Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis, *National Economic Trends*, 2005.

Como ya hemos comentado anteriormente, una de las características más recurrentes de la economía norteamericana desde principios de los 80, a excepción del período de la presidencia de Clinton, es la presencia de fuertes déficits fiscales. Salvo el período mencionado de Clinton, y dos o tres años durante la primera crisis del petróleo de 1975-77, hay que remontarse a los años de la Segunda Guerra Mundial para encontrar tan abultados déficits en las cuentas del sector público en Estados Unidos. La Tabla 7 presenta los valores del déficit fiscal desde el año 1981. Tales cifras (el mayor déficit fiscal se alcanzó en 1986 con un 6,5 por ciento del PIB) hay que contrastarlas con un promedio de déficit del 0,9 por ciento respecto al PIB en el período 1947-1980.

¿Qué sucedió en la década de los 80 y principios de los 90, y ahora, veinte años después, en Estados Unidos que explique esos altos déficits fiscales y, en parte, los correspondientes altos déficits externos de la economía norteamericana? La explicación hay que encontrarla en el tipo de política fiscal llevada a cabo por los tres presidentes republicanos (Ronald Reagan, George Bush y George W. Bush). Básicamente se trata de políticas fiscales incapaces de reducir el gasto público que han estado acompañadas por importantes políticas de reducción de impuestos

⁹ Samuelson (2005).

¹⁰ Para otros autores que, similarmente, califican de “irresponsable” a la política fiscal de George W. Bush, ver Sachs (2003), Krugman (2003b), Stiglitz (2004), Bosworth (2006) y Frankel (2006).

Con respecto a las reducciones de impuestos, éstas han solido basarse en una serie de proposiciones, escasa o nulamente refrendadas por la evidencia empírica, que incluso algunos economistas¹¹ han llegado a definir como pertenecientes a lo que podría denominarse “Economía Vudú”, y que continúan fascinando y subyugando a políticos alrededor del mundo¹². Las dos más importantes son las siguientes:

- La curva de Laffer: Según la cual una reducción de tipos impositivos acabaría produciendo un incremento de ingresos fiscales y por tanto una eliminación de un déficit fiscal, o, en su caso, la generación de un superávit.
- La Teoría de la Equivalencia Ricardiana: Según la cual, la aparición de un déficit no tendría por qué implicar un descenso del ahorro nacional en un país, pues podría suceder que el sector privado lo compensara ahorrando más, con lo que el efecto “crowding out” sobre la inversión, desaparecería.

Como vemos, en cambio, claramente, en la Tabla 6, que presenta los ingresos fiscales en EEUU desde la presidencia de Carter, las consecuencias de las bajadas de impuestos de Reagan y George Bush fueron un continuado descenso de los ingresos fiscales en el país, mientras que con la llegada de Clinton a la Casa Blanca, el proceso se revierte, llegando a alcanzar, en 2000, una cuantía equivalente al 20,8% del PIB. Lo que ha conseguido el presidente George W. Bush, con sus bajadas de impuestos, resulta ser histórico, pues los ingresos fiscales en EEUU resultaron ser en 2003 del orden del 17,3% del PIB, el nivel más bajo desde la época de Eisenhower.

Con respecto a la teoría de la Equivalencia Ricardiana, los datos de la Tabla 7 igualmente evidencian el incumplimiento de tal proposición. Como se ve, el ahorro privado no ha dejado de disminuir en EEUU en los últimos 25 años, independientemente del tipo de política fiscal llevada a cabo en la Casa Blanca, con lo que en los períodos de presidencias republicanas el ahorro nacional no ha hecho más que descender, generando el consecuente proceso de “crowding out” de la Inversión y, en su caso, el deterioro de la balanza de pagos por cuenta corriente. Sólo bajo la presidencia de Clinton, EEUU consiguió enderezar la caída del ahorro nacional y, al mismo tiempo, mantener altas tasas de inversión neta en torno a una cifra promedio del 7,6 %.

¹¹ Ver Krugman (2003a) y DeLong (2004).

¹² El caso más notorio quizás sea el del Secretario del Tesoro con Ronald Reagan, Don Regan, quien, en su libro de memorias *For the Record* (St. Martin's Press, 1988), escribe, en su pág. 214: “(su) *my fuerte opinión de que un recorte de impuestos producirá más ingresos fiscales que los producidos por una subida de impuestos*”. Y en su pág. 173: “*La mayor recaudación fiscal se financiaría no con mayores impuestos, sino con menores tasas impositivas que producirán más dinero para el gobierno al incentivar unos mayores beneficios de empresas y trabajadores*”.

TABLA 6: INGRESOS FISCALES EN EEUU, COMO PORCENTAJE DEL PIB, DURANTE LAS SIETE ÚLTIMAS PRESIDENCIAS

Carter	
1977	18,0%
1978	18,0%
1979	18,5%
1980	18,9%
Reagan	
1981	19,6%
1982	19,1%
1983	17,5%
1984	17,4%
1985	17,7%
1986	17,5%
1987	18,4%
1988	18,1%
George Bush	
1989	18,3%
1990	18,0%
1991	17,8%
1992	17,5%
Clinton	
1993	17,6%
1994	18,1%
1995	18,5%
1996	18,9%
1997	19,3%
1998	19,9%
1999	20,0%
2000	20,8%
George W. Bush	
2001	19,9%
2002	17,9%
2003	17,3%
2004	16,6%

Fuente: Congressional Budget Office, 2005.

En cualquier caso, el Presidente George W. Bush aparece en la historia económica de EEUU como un continuador de las políticas fiscales de su padre y de Ronald Reagan, causando similares descensos en la recaudación fiscal en el país. Las principales medidas de política fiscal llevadas a cabo por George W. Bush durante su primer mandato presidencial resultan ser las siguientes: En

abril de 2001, la *Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act* (EGTRRA) que significó una reducción gradual en el impuesto sobre la renta, sobre el período 2001-06, de modo que el tipo impositivo máximo del 39,6% pasó al 35%, y los restantes tipos del 36%, 31% y 28% se redujeron en tres puntos porcentuales. Igualmente, se estipuló la eliminación gradual, con el horizonte último del año 2010, del impuesto sobre bienes inmuebles. El coste, en el período mencionado de 10 años, de tales medidas se calculó en 1,35 billones de dólares, teniendo en cuenta tanto los recortes graduales como el hecho de que al vencimiento, en el año 2010, todos los tipos impositivos reverterían a sus valores iniciales en 2001.

Dejando de lado algunas otras medidas fiscales introducidas en marzo de 2002, como consecuencia de los atentados del 11 de septiembre de 2001, la otra gran medida de política fiscal a mencionar es la *Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act* (JGTRRA) de febrero de 2003 que actualiza las medidas de 2001 e introduce una bajada del impuesto sobre las plusvalías. Todo ello, con un coste adicional de 1,3 billones de dólares sobre el período 2004-13.

TABLA 7: AHORRO E INVERSIÓN DURANTE LAS SEIS ÚLTIMAS PRESIDENCIAS EN EEUU

	AhorroPri. * (1)	Ahorro Pú. (2)	Ahorro Nat. * (3) = (1) + (2)	Inv. * (4)	AhorroExt. (5)
<i>Reagan</i>					
1981-1984	10,3%	-3,5%	6,8%	8,2%	-1,4%
1985-1988	8,6%	-3,1%	5,5%	8,6%	-2,1%
<i>George Bush</i>					
1989-1992	7,5%	-3,3%	4,2%	6,2%	-2,0%
<i>Clinton</i>					
1993-1996	6,5%	-2,7%	3,8%	6,7%	-2,9%
1997-2000	4,9%	+1,2%	6,1%	8,5%	-2,4%
<i>George W. Bush</i>					
2001-2004	4,2%	-2,0%	2,2%	6,3%	-4,1%

Fuente: Frankel (2004) y elaboración propia.

*Valores en términos netos y en porcentaje del PIB. Promedios anuales.

4. EL DÉFICIT FISCAL, EL DÉFICIT EXTERNO Y LA PROBLEMÁTICA DE LA DEUDA EXTERNA EN EE.UU.

Como señalamos en el capítulo 1, por definición, una disminución del ahorro nacional ha de provocar o bien una disminución de la Inversión (sin variación en el saldo de la balanza por cuenta corriente) o bien un deterioro de la balanza por cuenta corriente (manteniéndose constante, entonces, la Inversión) o las dos cosas a la vez. En la Tabla 7 se observa la evolución de

la balanza de pagos por cuenta corriente norteamericana en las últimas dos décadas y media. En ella se aprecia, como característica recurrente de la economía norteamericana desde los años 80, los abultados déficits externos de su economía. Ello en contraste con las décadas de los 50, 60 y 70, donde, tradicionalmente, Estados Unidos mantuvo superávits en su balanza de pagos por cuenta corriente, aunque si bien por importes no excesivamente altos.

En cualquier caso, y como veremos a continuación, más detalladamente, los déficits externos pueden empezar a plantear serios problemas a la economía norteamericana, así como a la opinión pública del país que ve en ello un símbolo del deterioro de la situación económica del país en la escena mundial.

Lo que la opinión pública no suele a menudo entender es que dichos déficits no son más que la consecuencia de una insuficiencia del ahorro nacional con respecto a los niveles de inversión que necesariamente hay que financiar¹³. Por tanto, los déficits de balanza de pagos norteamericana son la lógica consecuencia de un escaso ahorro incapaz de financiar el mínimo necesario de inversión.

Durante los 80 y los 90, por tanto, los déficits externos resultaron ser, para Estados Unidos, un auténtico salvavidas que consiguió mantener la inversión a unos niveles mínimamente adecuados para el mantenimiento de tasas de crecimiento aceptables.

El comienzo del siglo XXI puede presentarse, sin embargo, problemático para la economía norteamericana, como consecuencia de las continuadas, e irresponsables según muchos, políticas fiscales deficitarias del presidente George W. Bush.

Una de las razones en las que se basa tal proyección es el paso, tan extraordinariamente rápido, de Estados Unidos desde la situación de nación acreedora, por antonomasia, en la escena monetaria internacional a la de nación con la mayor deuda externa neta del planeta. Tal transición se presenta en la Tabla 8, donde se observa que el cambio de acreedor neto a deudor neto tiene lugar en el año 1985, bajo la presidencia de Ronald Reagan, cifrándose en 2005 la deuda externa neta de EEUU en el equivalente al 26% del PIB y, calculándose por el FMI que, de seguir tal tendencia, en los próximos años tal cifra se acercará rápidamente a niveles de endeudamiento externo sin parangón para un país industrializado¹⁴.

¹³ McKinnon (2002) habla de un nivel histórico de inversión privada del orden de un 17% del PIB.

¹⁴ Véase Mühleisen y Towe (2004) donde los autores citan a Alan Greenspan, quien en una conferencia en el Banco de Francia en Marzo de 2003 afirmaba: "*Existen ciertamente límites a la acumulación de deuda externa que implica los persistentes déficits por cuenta corriente: El coste del servicio de esa deuda se añade a los nuevos déficits y, bajo ciertas circunstancias, todo ello puede resultar desestabilizador*".

TABLA 8: POSICIÓN ACREEDORA/DEUDORA EXTERNA NETA DE EEUU RESPECTO AL PIB

1976	+ 10%
1980	+ 14%
1985	0%
1990	- 7%
1995	-10%
2000	-20%
2005	-26%

Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis, *National Economic Trends*, 2006.

La siguiente razón tiene que ver con los datos que se presentan a continuación en la Tabla 9. Como se observa, de seguir la tendencia, el déficit externo de Estados Unidos pronto será imposible de financiar, pues no habría ahorro suficiente en el resto del mundo para tal cometido¹⁵.

TABLA 9: EL DÉFICIT EXTERNO DE EEUU EN PROPORCIÓN AL AHORRO MUNDIAL

1992	18%
1994	40%
1996	42%
1998	50%
2000	65%
2004	85%

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *International Financial Statistics*, 2005.

Las cifras concretas referidas al año 2004 resultan ser las siguientes: El déficit por cuenta corriente de Estados Unidos resultó ser de 660.000 millones de dólares que, junto con los déficits de otras zonas o países deficitarios (Australia, con 32.000 millones de dólares y Nueva Zelanda, con 4.000 millones de dólares, entre otros) suman los 783.000 millones de dólares de déficit global en ese año, al que lógicamente se contraponen los siguientes superávits de balanza de pagos por cuenta corriente del resto del mundo: Asia (313.000 millones de dólares), países exportadores de petróleo (195.000 millones de dólares), Europa (85.000 millones de dólares), Canadá (28.000 millones de dólares) y otras zonas del mundo, entre ellas, paradójicamente, América Latina (9.000 millones de dólares) y África (2.800 millones de dólares).

Relacionado en parte con lo acabado de mencionar, se presentan, finalmente, un último grupo de razones, basadas en la diferente situación económica y política mundial existente hoy en día en comparación con décadas anteriores.

¹⁵ Independientemente de que, como plantea McKinnon (2002), "el país industrializado más rico del mundo esté drenando tal cantidad de recursos que podrían dirigirse a países deudores naturales, tales como los países emergentes y los países en vías de desarrollo".

En particular, autores como Roubini y Setter (2004), Obstfeld y Rogoff (2004), Frankel (2004), Mann (2005) y Kenen (2005) plantean tales diferencias en los siguientes términos.

En primer lugar, porque en los últimos años se observa que vienen siendo los bancos centrales de los países asiáticos (y muy especialmente, el Banco Central de China) los compradores, necesarios, de activos en dólares (básicamente bonos del Tesoro norteamericano) que financian el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos. El problema es que tal voluntad compradora por parte de esos bancos centrales pudiera ir cambiando, más o menos paulatinamente, en el futuro. Las razones de tal cambio posible de actitud podrían ser debidas a una depreciación importante del dólar (con las consiguientes pérdidas para esos países detentadores de dólares), a los bajos tipos de interés en EEUU y/o a la débil motivación que dichos países asiáticos pudieran tener para mantener lo que algunos han llegado a denominar, en referencia especial al sistema de fijación del tipo de cambio de la moneda china con el dólar, como una especie de Sistema de Bretton Woods II¹⁶.

En segundo lugar, por la irrupción, desde el año 1999, del euro en la escena económica internacional. El papel del dólar, como moneda hegemónica en el comercio y las finanzas internacionales, podría, poco a poco, ir cambiando, con lo que a EEUU le resultaría cada vez más difícil absorber el actual 85% del ahorro mundial. Las razones por las que es previsible tal crecimiento del euro como moneda de reserva internacional son, básicamente, dos: por un lado, la consolidación del proyecto del euro en Europa, con la importante incorporación, a los efectos mencionados, de otras monedas como la libra esterlina, y, por otro lado, y muy importante, la propia evolución de la economía norteamericana y el tipo de políticas económicas (básicamente, la política fiscal) que se llevarán a cabo en EEUU en los próximos años.

Evidentemente, la problemática actual de la deuda externa norteamericana (3,3 billones de dólares en 2004) no es comparable a la de otros países deudores como, por ejemplo, Argentina o Brasil. Pero el deterioro drástico de algunos indicadores, como el presentado más arriba referido al ratio deuda/PIB, bien podría presagiar problemas futuros para la economía de los EEUU¹⁷.

5. EL FUTURO DE LA ECONOMÍA NORTEAMERICANA

Podemos entonces plantear que, en las últimas dos décadas y media, el problema fundamental de la economía norteamericana es la escasez relativa de ahorro o, lo que es lo mismo, el excesivo consumo tanto del sector privado como del sector público. Habida cuenta del escaso ahorro del sector privado,

¹⁶ Véase Dooley, Folkerts-Landau y Garber (2004).

¹⁷ El ratio deuda externa/exportaciones en EEUU también ha venido deteriorándose drásticamente en los últimos años (280% en 2004), acercándose tendencialmente a valores históricos críticos experimentados en países como Argentina y Brasil.

no queda más remedio que afrontar el problema a través de una política fiscal que incremente la recaudación fiscal y disminuya el gasto público. Tal fue exactamente la política fiscal llevada a cabo por el presidente Clinton. Exactamente lo contrario de lo que ha venido haciendo el presidente George W. Bush durante su primer mandato, y, por lo que se ve, también durante su segundo mandato¹⁸.

El problema se presenta serio. En gran parte, todo dependerá de la actitud de los países acreedores de Estados Unidos y de cómo se va a ir corrigiendo, en el futuro, el déficit exterior de la economía norteamericana.

Tal corrección ha de implicar necesariamente las dos políticas tradicionales de ajuste: Por un lado, una política de desviación del gasto, a través de una necesaria depreciación del dólar. Por otro lado, una política de ajuste del gasto, a través de un mayor gasto en el resto del mundo y uno menor en Estados Unidos. La depreciación del dólar, a su vez, será más o menos abrupta en función del tipo de razonamientos esgrimidos más arriba. Se necesita, en particular, para una depreciación ordenada del dólar, la necesaria apreciación de la moneda china, algo que ya está empezando a ocurrir desde mediados de 2005. Igualmente, sería conveniente el cambio de política fiscal en Estados Unidos, hacia una mayor disciplina fiscal, que ayudaría a convencer a los países acreedores de Estados Unidos de la sostenibilidad de la posición deudora del país.

Así mismo, y preferiblemente a través de alguna forma de coordinación de políticas económicas instrumentada en foros como el G-8, se necesitaría la ejecución de políticas económicas más expansivas en las zonas relativamente más estancadas del planeta, como Japón y la Unión Europea.

En cualquier caso, y por la parte que le corresponde a Estados Unidos, los desajustes de su economía empiezan a presentar en 2005 cifras alarmantes, el déficit por cuenta corriente alcanza ya el 6,5% del PIB¹⁹ y el ratio deuda externa/PIB alcanzará en uno o dos años el 60%. Se impone, por tanto, la vuelta a la disciplina fiscal. Un país, como EEUU, con niveles tan bajos de ahorro, no puede permanecer indefinidamente dependiendo²⁰ del ahorro externo para financiar sus tasas de inversión. Si no se produce un importante cambio en su política fiscal, no quedará más remedio que aceptar un deterioro en la inversión y, por tanto, en el crecimiento económico del país²¹.

¹⁸ En contraposición a lo acaecido al final de las presidencias de Reagan y George Bush, quienes tuvieron finalmente que elevar los impuestos. Aunque está por ver, evidentemente, qué acabará ocurriendo al final del segundo mandato de George W. Bush.

¹⁹ Sobre los riesgos que la evidencia histórica recuerda a los países con déficits superiores al 5%, véase Freund (2000) y Edwards (2004).

²⁰ Como bien plantean Mann (2005) y Summers (2004), la dependencia norteamericana ha coexistido en los últimos tiempos con otra dependencia, mayoritariamente de países, como China, que han preferido mantener una política de tipo de cambio fijo con el dólar, para favorecer su crecimiento. Pero tal situación, que Mann caracteriza de co-dependencia, bien pudiera tener los días contados.

²¹ Hay que tener en cuenta, además, que si bien como factor positivo y optimista de cara al futuro, se ha producido desde 1995 una importante mejora en el crecimiento de la productividad, en la próxima década le economía norteamericana habrá de enfrentarse al importante reto que, sobre las

Sería recomendable que, más pronto que tarde, el presidente George W. Bush tomara la decisión de cambiar el rumbo de su política fiscal, como ya hicieron, en parte, sus antecesores presidentes republicanos Reagan y George Bush. De ese modo la economía norteamericana volvería a exhibir cifras similares a las presentados en las Tablas 1, 3 y 4, en cuyo caso mayores tasas de ahorro, mayores tasas de inversión y una mayor integración en la economía mundial pudieran resultar ser los garantes del progreso de la economía norteamericana en el futuro.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Auerbach, A. (2000): "Formation of Fiscal Policy: The Experience of the Past Twenty-Five Years", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* (Abril 2000). Disponible en: <http://www.ny.frb.org/research/epr/00v06n1/0004auer.pdf>
- Ball, L. y N. G. Mankiw (1995): "What Do Budget Deficits Do?", en Federal Reserve Bank of Kansas City (ed.), *Budget Deficits and Debt: Issues and Options*, 1995. Disponible en: <http://www.kansascityfed.org/PUBLICAT/SYMPOS/1995/pdf/s95manki.pdf>
- Bosworth, B. (2006): "The Budget Crisis: Is It All Déjà Vu?", *The Brookings Institution Issues in Economic Policy*, N.º 2, Febrero 2006. Disponible en: http://www.brook.edu/views/papers/200602_iiep_bosworth.htm
- DeLong, B. (2004): "Taming Voodoo Economics" (Noviembre 2004). Disponible en <http://www.project-syndicate.org>
- Dooley, M.P., D. Folkerts-Landau y P.M. Garber (2004): "The Revived Breton Woods System", *NBER Working Paper 9971*, 2004.
- Dornbusch, R. (2000): *Keys to Prosperity: Free Markets, Sound Money and a Bit of Luck*, The MIT Press, 2000.
- Edwards, S. (2004): "Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals, and Sudden Stops", *IMF Staff Papers*, Vol. 51, 2004. Disponible en: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2003/00-00/e.pdf>
- Frankel, J. (2002): "Republican and Democratic Presidents Have Switched Economic Policies". Disponible en <http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel>
- Frankel, J. (2003): "What Can an Economic Adviser Do When He Disagrees with the President?", *Challenge* (Mayo/Junio 2003). Disponible en <http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel>
- Frankel, J. (2004): "Twin Deficits and Twin Decades". Disponible en http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel/Twin_Deficits_Twin_Decades.pdf

cuentas de la Seguridad Social, provocará el retiro de la que se ha venido en llamar generación del "baby boom". Sobre ambos temas, véase Krugman (2003b,c).



- Frankel, J. (2006): "Our Fiscal Future and Economic Prospects". Disponible en <http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel/FiscalFutureColumbusFeb06.ppt>
- Frankel, J. y P. Orszag (eds.) (2002): *American Economic Policy in the 1990s*, The MIT Press, 2002. Introducción del libro disponible en: <http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel/amecpd90.PDF>
- Frankel, J. y J. Stern (2004): "The Wrong Approach", *The Baltimore Sun* (29 de Octubre de 2004) (Disponible en <http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel>)
- Freund, C.L. (2000): "Current Account Adjustment in Industrialized Countries", *International Finance Discussion Paper*, No. 692, Board of Governors of the Federal Reserve System, Diciembre 2000. (Disponible en <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2000/692/ifdp692.pdf>)
- Gale, W.G. y P. Orszag (2002): "The Economic Effects of Long-Term Fiscal Discipline", *Urban-Brookings Tax Policy Center Discussion Paper*, 17 Diciembre 2002. Disponible en: http://www.urban.org/UploadedPDF/310669_TPC-Dp8.pdf
- Gale, W. y P. Orszag (2004): "The Budget Outlook: Projections and Implications", *The Economists' Voice*, Vol. 1, no. 2, Artículo 6. Disponible en <http://www.bepress.com/ev/vol1/iss2/art6>
- Kenen, P. (2005): "Stabilizing the International Monetary System", *American Economic Review* (mayo 2005). Disponible en: <http://www.princeton.edu/~pbkenen>
- Krugman, P. (2003a): "Voodoo Economics", Mayo 2003. Disponible en: <http://www.pkarchive.org/economy/RollingStone052903.html>
- Krugman, P. (2003b): *The Great Unraveling: Losing Our Way in the New Century*, W. W. Norton, 2003. Prefacio del libro disponible en <http://www.wnyc.org/books/20427>
- Krugman, P. (2003c): "The Tax-Cut Con", *The New York Times* (14 septiembre 2003). Disponible en: <http://www.pkarchive.org/economy/TaxCutCon.html>
- Krugman, P. (2004): "The Maestro Slips Out of Tune", *The New York Times Magazine* (6 junio 2004). Disponible en: <http://www.pkarchive.org/economy/MaestroSlipsOutOfTune.html>
- Mann, C. (2005): "Breaking up Is Hard to Do: Global Co-Dependency, Collective Action, and the Challenges of Global Adjustment", *CESifo Forum 1/2005*. Disponible en: <http://www.iie.com/publications/papers/mann0105b.pdf>
- McKinnon, R. (2002): "Can the World Economy Afford American Tax Cuts and Military Build-up?"; *Journal of Policy Modelling*, 24 (2002).
- Mühleisen, M. y C. Towe (eds.) (2004): "US Fiscal Policies and Priorities for Long-Run Sustainability", *IMF Occasional Paper* N.º 227, enero 2004. Disponible en: <http://www.imf.org/external/pubs/nft/op/227/index.htm>

- Obstfeld, M. y K. Rogoff (2004): "The Unsustainable US Current Account Position Revisited", *NBER Working Paper* N.º 10869, octubre 2004. Disponible en <http://elsa.berkeley.edu/~obstfeld/index.html>
- Roubini, N. y B. Setser (2004): "The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances". Disponible en: <http://www.stern.nyu.edu/~roubini>
- Samuelson, P. (2005): "Soluciones para la Seguridad Social", *El País* (12 y 19 de junio de 2005).
- Sachs, J. (2003): "Lessons from America's Fiscal Recklessness" (diciembre 2003). Disponible en <http://www.project-syndicate.org>
- Stiglitz, J. (2003): *The Roaring Nineties: A New History of the World's Most Prosperous Decade*, W.W. Norton.
- Stiglitz, J. (2004): "Bush's Four Years of Failure" (octubre 2004). Disponible en <http://www.project-syndicate.org>
- Summers, L. H. (2004): "The United States and the Global Adjustment Process", *IMF Survey*, 25, octubre 2004. Disponible en: <http://www.perjacobsson.org/2004/100304.pdf>