

**PERSPECTIVAS ECONÓMICAS
MUNDIALES:
ES POSIBLE QUE LA RECESIÓN
HAYA PASADO, PERO ¿QUÉ
SIGUE AHORA?**

Yılmaz Akyüz



DOCUMENTO DE INVESTIGACIÓN

26

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS MUNDIALES: ES POSIBLE QUE LA RECESIÓN HAYA PASADO, PERO ¿QUÉ SIGUE AHORA?

Yılmaz Akyüz*

CENTRO DEL SUR

ABRIL DE 2010

* Asesor Económico Especial del Centro del Sur, Ginebra, Suiza, y ex Director de la División de Globalización y Estrategias de Desarrollo de la UNCTAD, Ginebra. Este Documento de investigación se basa en una ponencia presentada durante un taller sobre la situación económica mundial y el cambio climático llevado a cabo conjuntamente con la Reunión del Consejo de Representantes y de la Junta del Centro del Sur el viernes 29 de enero de 2010 en el Palacio de las Naciones Unidas, en Ginebra. Agradezco sinceramente a Martin Khor y a Richard Kozul-Wright por sus observaciones y sugerencias, así como a Xuan Zhang por su ayuda para la recopilación de los datos utilizados en este documento. Última revisión: 23 de marzo de 2010. yilmaz.akyuz@bluewin.ch.

CENTRO DEL SUR

En agosto de 1995 se estableció el Centro del Sur como una organización intergubernamental permanente de países en desarrollo. El Centro del Sur goza de plena independencia intelectual en la consecución de sus objetivos de fomentar la solidaridad y la cooperación entre los países del Sur y de lograr una participación coordinada de los países en desarrollo en los foros internacionales. El Centro del Sur elabora, publica y distribuye información, análisis estratégicos y recomendaciones sobre asuntos económicos, políticos y sociales que interesan al Sur.

En la elaboración de sus estudios y publicaciones, el Centro del Sur se beneficia de las capacidades técnicas e intelectuales que existen en los gobiernos e instituciones del Sur y entre los individuos de esa región. Se estudian los problemas comunes que el Sur debe afrontar, y se comparten experiencias y conocimientos a través de reuniones de grupos de trabajo y consultas, que incluyen expertos de diferentes regiones del Sur y a veces del Norte.

ÍNDICE

I. LAS CUESTIONES QUE ESTÁN EN JUEGO	1
II. BURBUJAS, EXPANSIÓN Y DESEQUILIBRIOS	4
III. CRISIS, RECESIÓN Y RECUPERACIÓN	6
IV. NO SE DEBE VOLVER A LO MISMO DE SIEMPRE, ES NECESARIO EL AJUSTE DE LA ECONOMÍA DE LOS ESTADOS UNIDOS	9
V. LA ECONOMÍA CHINA TAMBIÉN NECESITA UN AJUSTE, PERO NO PUEDE SER UNA LOCOMOTORA MUNDIAL	12
VI. ALEMANIA Y EL JAPÓN TAMBIÉN DEBEN PARTICIPAR	15
VII. AJUSTES DE LOS TIPOS DE CAMBIO	18
VIII. CORREGIR LA TENDENCIA DEFLACIONARIA DE LA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL	20
IX. CONCLUSIONES	23
<i>Cuadro 1: PIB y demanda reales</i>	28
GRÁFICOS:	29
Gráfico 1: China: tasas de crecimiento real (2002 a 2008).....	29
Gráfico 2: Salarios, beneficios y consumo privado en China.....	29
Gráfico 3: Salarios y consumo privado en Alemania y el Japón	30

I. LAS CUESTIONES QUE ESTÁN EN JUEGO

Tras una contracción económica profunda y generalizada y una considerable disminución de la producción y del empleo, los responsables de la formulación de políticas, analistas financieros y expertos de los medios de comunicación parecen ilusionados por las noticias provenientes de varias partes del mundo que indican que lo peor ha pasado. La preocupación principal ahora es la forma y el ritmo de la recuperación; es decir, si será una reactivación rápida en forma de “V” que permitirá recuperarse en gran parte o por que no, completamente, de las pérdidas de la producción y del empleo en que se ha incurrido durante los dos últimos años, o una recuperación lenta en forma de “U” que supone que, pese a un crecimiento positivo, la producción permanecerá por debajo de su potencial durante los próximos años y la creación de empleo seguirá aletargada. Evidentemente, existe también la posibilidad de una recuperación de doble caída o en forma de “W” como resultado de los ciclos de existencias o de poner fin de forma prematura a las políticas de estímulo.

Se espera que a mediano plazo la economía mundial vuelva a gozar de la expansión rápida y generalizada que vivió desde los primeros años del decenio hasta 2008 pero sin las debilidades financieras y los desequilibrios comerciales que la acompañaron. Este panorama optimista depende, en gran medida, de un reequilibrio controlado de las economías de los Estados Unidos y de la China, países que presentan el mayor déficit y el mayor superávit, respectivamente. En vista del lugar central que ocupa el dólar de los EE.UU. en el sistema internacional de reservas, se considera que la estabilidad monetaria y financiera internacional depende de forma crucial de una disciplina en el gasto de los Estados Unidos, conforme a sus ingresos, que permita un ajuste fundamental y sostenido de la balanza de pagos. Sin embargo, a fin de mantener el crecimiento, los Estados Unidos deberían no sólo reducir su absorción interna sino también pasar a un crecimiento basado en las exportaciones. Un ajuste ordenado de los Estados Unidos también requeriría, entre otras cosas, que China pase de un crecimiento basado en las exportaciones a un crecimiento basado en el consumo y el reajuste de la paridad cambiaria del yuan RMB frente al dólar de los Estados Unidos. De esta manera, se espera que mejoren las perspectivas de una estabilidad mundial sin sacrificar el crecimiento.²

Incluso si este reequilibrio se produce sin mayores complicaciones, la mayoría de las economías en desarrollo y emergentes se enfrentan a un dilema: llevan las de perder tanto si los Estados Unidos llevan a cabo un ajuste, como si no lo hacen. Por una parte, el hecho de “volver a lo mismo de siempre” las expondría a una inestabilidad monetaria y financiera recurrente. Por otra parte, la compresión fiscal y el ajuste en los Estados Unidos podrían causar problemas en varios frentes. Es posible que provoquen unas condiciones financieras mundiales más estrictas que tendrían efectos negativos sobre varias economías en desarrollo y emergentes con déficit estructurales externos que por lo tanto, dependen de las entradas de capital para mantener un crecimiento aceptable. Lo que es más importante, no hay ningún otro

² Este fue a grandes rasgos el plan promovido por el FMI en sus consultas multilaterales para reducir los desequilibrios comerciales mundiales en vísperas de la crisis. Aunque la crisis ha provocado cambios considerables en las posiciones externas y en los patrones de ahorro, el Fondo reconoce que los desequilibrios no son un problema del pasado y que aún es necesario eliminar los desequilibrios mundiales; véase Blanchard y Miles-Ferretti (2009).

país que pueda desempeñar el papel de locomotora mundial. China no podría reemplazar a los Estados Unidos incluso aunque mantuviera el crecimiento de su producto interno bruto (PIB) en un 10% con base en el consumo interno y no en las exportaciones dado que su PIB es de cerca de una tercera parte del de los Estados Unidos, la participación de los hogares en el PIB es mucho menor, los hogares ahorran una mayor proporción de los ingresos disponibles y el contenido de insumos de importación del consumo de los hogares es mucho menor que el de los Estados Unidos.

Hace falta, por lo tanto, más que un reequilibrio de las economías china y estadounidense para mantener la estabilidad económica y el crecimiento mundial. Aunque la atención se ha centrado casi excesivamente en la relación entre China y los Estados Unidos, una reestructuración mundial del ritmo y la pauta de la demanda no puede excluir a los otros dos países con mayores superávits: Alemania y el Japón. Estos países han absorbido la demanda mundial sin aportar mucho al crecimiento mundial y dependen mucho más que China de las exportaciones.

Sin embargo, la geografía macroeconómica no es la única causa de los desequilibrios mundiales. La distribución de los ingresos ha sido una parte importante del problema y debería serlo también de la solución. La globalización impulsada por el mercado ha inclinado sistemáticamente la balanza del poder económico en contra del empleo y a favor del capital, como lo indica la disminución de la participación de los salarios en casi todas partes del mundo. El resultado ha sido un bajo consumo en todos los principales países con superávit, especialmente en Alemania, China y el Japón. La amenaza de una deflación mundial ha podido evitarse gracias a los aumentos repentinos del consumo y de la propiedad financiados por medio de una creciente deuda y de ganancias de capital debidas a la rápida expansión del crédito y a la inflación de los activos, especialmente en los Estados Unidos pero también en varias economías avanzadas y economías en desarrollo y emergentes, particularmente en Europa. Este proceso ha provocado a su vez el aumento de los desequilibrios comerciales, ha producido grandes cambios en las posiciones de los activos netos de los países, ha aumentado la fragilidad financiera y ha culminado con la más grave crisis económica de la postguerra.

La economía mundial hace frente ahora a un serio dilema: la consolidación financiera y la compresión fiscal en países con déficit podría revivir el espectro del estancamiento económico, mientras que el regreso a las burbujas financieras y a las expansiones impulsadas por el endeudamiento supondría que la próxima crisis podría ser incluso peor y el Estado podría estar en una situación financiera mucho más frágil para responder de manera eficaz. Pero en cualquiera de los dos casos los ajustes son solo aparentes puesto que si no se restablece el equilibrio entre el empleo y el capital, ni la estabilidad ni el crecimiento podrán sostenerse por mucho tiempo.

Es necesario, por lo tanto, que se lleven a cabo ajustes en las cuatro principales economías: Alemania, China, los Estados Unidos y el Japón, a fin de corregir los desequilibrios y garantizar una adecuada demanda mundial sin que se repitan las burbujas financieras ni el consumo impulsado por el endeudamiento. Los Estados Unidos deben vivir conforme a los medios de que disponen. Alemania, China y el Japón necesitan impulsar su consumo interno revertiendo la tendencia descendiente de la participación de los salarios en el PIB. Tanto en Alemania como en el Japón esto es

necesario a fin de acelerar el crecimiento, mientras que en China lo es para evitar la desaceleración del crecimiento que podría ser resultado de una desaceleración de las exportaciones. Además, China debería no solo acelerar su consumo interno, sino también aumentar el contenido de insumos de importación de su consumo. Estas medidas deben complementarse con una reforma de la arquitectura financiera mundial a fin de aliviar las dificultades de la balanza de pagos en los países en desarrollo con déficit y endeudados.

No hay señales de que la reorientación necesaria en materia de políticas para lograr un reequilibrio de las economías figure en el programa de los principales países o de la comunidad internacional en general. Por consiguiente, puede que la economía mundial en general, y las economías en desarrollo y emergentes en particular, hagan frente en los próximos años a problemas más graves de los que han afrontado durante la reciente recesión económica mundial. El resultado podría ser un crecimiento lento, desigual y errático, la continuación e incluso el recrudecimiento de la inestabilidad en los mercados de divisas y los mercados de activos, el aumento del proteccionismo y del nacionalismo económico, una escalada de conflictos en el sistema comercial internacional y una fuerte reacción contra la mundialización.

II. BURBUJAS, EXPANSIÓN Y DESEQUILIBRIOS

El origen principal de estas dificultades es la economía de los Estados Unidos, que desde comienzos de los años noventa ha estado impulsada por dos burbujas consecutivas. La economía estadounidense comenzó la década de los noventa con una recesión que se agravó debido a una crisis bancaria e inmobiliaria (conocida como la crisis del ahorro y del crédito) producida por una combinación de la desregulación financiera y el sistema de seguros de los depósitos en la década anterior. Su repercusión fue una marcada reducción de los tipos de interés que permitió a los deudores refinanciar la deuda a unos tipos de interés considerablemente inferiores y a los bancos aumentar el capital sirviendo de arbitrajista entre la Reserva Federal y el Tesoro de los Estados Unidos o, en términos del mercado, *manejando la curva del rendimiento* (riding the yield curve). Esto, junto con los avances en el área de la tecnología de la información, crearon la “burbuja puntocom” en la segunda mitad de la década de los noventa, acompañada por un auge del mercado de la vivienda (Baker 2008). La Reserva Federal se abstuvo de poner el freno de mano incluso aunque su Presidente reconociera que lo que impulsaba a los mercados financieros era una “exuberancia irracional” y no unos fundamentos económicos.

La burbuja de la vivienda continuó incluso con mayor fuerza tras el estallido de la “burbuja puntocom” a principios del decenio de 2000, debido, en primer lugar, a unas medidas de política deliberadas de la Reserva Federal que respondió al colapso de los mercados bursátiles aplicando unas tasas de política monetaria históricamente bajas por miedo a la deflación de los activos y a la recesión. En segundo lugar, el colapso del mercado de valores hizo que la inversión inmobiliaria fuera aún más atractiva. Por último, la nueva legislación introducida a finales de la década de los noventa dio más espacio a los bancos para ampliar sus préstamos especulativos y de alto riesgo mediante la conversión de activos financieros en valores. Todos estos factores se combinaron para producir una expansión masiva del crédito para la inversión inmobiliaria así como para el consumo.

Estas burbujas desempeñaron una función importante en la disminución del ahorro de los hogares y el aumento de los déficit externos en los Estados Unidos. La “burbuja puntocom” generó un fuerte efecto de riqueza sobre el consumo privado mientras que la desregulación financiera y los tipos de interés bajos facilitaron el acceso de los hogares a los créditos.³ El crecimiento rápido del consumo privado se sostuvo gracias a las ganancias de capital de los precios en aumento de la vivienda en el decenio de 2000 pues los propietarios de las viviendas retiraban cada vez más su capital propio para financiar el consumo. Como resultado, el ahorro de los hogares, que era de un 6% del PIB a comienzos de los años noventa, comenzó a disminuir rápidamente y desapareció completamente en vísperas de la crisis de 2008. Esta situación se reflejó en los crecientes déficit externos: la cuenta corriente de los Estados Unidos estaba en general en equilibrio a comienzos de los años noventa, pero

3

En relación con los efectos de las ganancias del capital generadas por la “burbuja puntocom” en el consumo de los hogares, véase Maki y Palumbo (2001) y sobre los efectos de los tipos de interés bajos en la deuda de los hogares, véase Debelle (2004).

registró un déficit de más de un 6% en 2007. Esto provocó una acumulación masiva de pasivos en dólares en el extranjero y debilitó la estabilidad e incluso la situación del dólar como moneda de reserva.

Las políticas en materia de reservas y de tipos de cambio de los países con superávit, en particular China, y de los países exportadores de combustibles, facilitaron el rápido aumento de los préstamos y del gasto de los consumidores en los Estados Unidos durante la burbuja de las hipotecas de alto riesgo, a la vez que brindó un estímulo a sus propias exportaciones. Estos países vincularon sus monedas al dólar de los EE.UU. e invirtieron con satisfacción una gran proporción de sus superávits en bonos del Tesoro de los Estados Unidos y en la deuda de firmas hipotecarias auspiciadas por el Gobierno. Sin estas cuantiosas entradas, la expansión del crédito, el consumo masivo y la burbuja inmobiliaria no habrían podido sostenerse por mucho tiempo. El dólar y los tipos de interés a largo plazo habrían estado sometidos a mucha presión y por lo tanto, habría sido más difícil para los Estados Unidos continuar con unas políticas monetarias y regulatorias laxas y seguir gastando más de lo que sus medios les permitían.

Las condiciones monetarias de Europa y el Japón influyeron igualmente en la expansión mundial de liquidez de los primeros años del decenio. Los tipos de interés oficiales se mantuvieron casi en cero en el Japón en un contexto de deflación e incluso el Banco Central Europeo, generalmente conservador, redujo considerablemente los tipos de interés. Tras una breve recesión, la economía mundial disfrutó de un periodo de crecimiento excepcional hasta el estallido de la crisis en 2008. El crecimiento mundial promedio creció más de la mitad del de la década de los noventa, mientras que el crecimiento en las economías en desarrollo y emergentes se duplicó en los años noventa, y superó incluso las tasas de crecimiento logradas durante la edad dorada. El comercio mundial en dólares aumentó dos veces y medio durante el mismo periodo y las economías en desarrollo y emergentes en conjunto comenzaron a presentar grandes excedentes de cuenta corriente que superaron los 600.000 millones de dólares en 2007 de los cuales dos terceras partes correspondían a las economías en desarrollo y emergentes y el resto a los países exportadores de combustibles. La búsqueda de rentabilidad en condiciones de abundante liquidez también reorientó las corrientes de capital privado hacia las economías en desarrollo y emergentes que aumentaron de 50.000 millones en 2002 a más de 600.000 millones. El superávit doble en las cuentas corriente y de capital permitió a las economías en desarrollo y emergentes acumular grandes cantidades de reservas internacionales que se quintuplicaron hasta alcanzar los 5,3 billones de dólares a finales de 2008.

III. CRISIS, RECESIÓN Y RECUPERACIÓN

A este impresionante comportamiento de la economía mundial le siguió una recesión económica mundial igualmente impresionante, superada únicamente por la Gran Depresión de los años treinta. Mientras que tanto el auge como el desplome tuvieron origen en los mercados financieros de economías avanzadas y el contagio financiero ha ayudado a propagar la contracción, el principal canal de transmisión de la crisis a las economías en desarrollo y emergentes ha sido el comercio. Pese a las expectativas generalizadas de desvinculación, países exportadores más exitosos como China, Corea, México, Taiwán, Malasia y Singapur dependientes directa o indirectamente de los mercados de los Estados Unidos y Europa, han resultado más perjudicados que países con un mejor equilibrio entre las fuentes de crecimiento internas y externas como el Brasil, la India e Indonesia.

Las consecuencias financieras de la crisis en las economías en desarrollo y emergentes a diferencia de las frágiles economías europeas, han sido en general, bastante “benignas”. Tras el colapso de Lehman Brothers hubo un periodo de rápidas salidas de capital de las economías en desarrollo y emergentes y fuertes incrementos en las primas de riesgo de su deuda soberana, lo cual ejerció una fuerte presión de venta sobre las monedas y causó caídas importantes en los mercados de activos. Sin embargo, con una agresiva distensión monetaria en los Estados Unidos y una reducción pronunciada de los tipos de interés en las economías avanzadas en general, las corrientes de capital hacia las economías en desarrollo y emergentes se recuperaron pronto, impulsadas en gran medida por las operaciones de especulación cambiaria con dólares (carry trade) (Roubini 2009). Esta situación, además de una considerable distensión de la política monetaria en varias economías en desarrollo y emergentes, incluidas China y la India, dio origen a burbujas en los mercados de activos financieros y ejerció presiones al alza sobre las monedas y los productos básicos. Al igual que a comienzos del decenio de 2000, las medidas de respuesta al estallido de una burbuja financiera dieron así origen a otra burbuja, pero esta vez no en los mismos Estados Unidos, sino en las economías en desarrollo y emergentes⁴.

Las dos potencias económicas, China y los Estados Unidos, adoptaron las medidas más fuertes de respuesta a la crisis. Mientras que el paquete fiscal de los Estados Unidos se ha centrado en recortes fiscales y transferencias, China destinó alrededor de un 15% del PIB principalmente a la inversión en infraestructura y gastó una parte relativamente pequeña en las transferencias a los hogares. En ambos países se han aplicado agresivas políticas de distensión monetaria. En los Estados Unidos esta política de distensión fue concebida principalmente para rescatar a las instituciones financieras con problemas y permitirles nuevamente a los bancos aumentar el capital manejando la curva del rendimiento. Hasta ahora, pocos préstamos bancarios se han otorgado a los hogares y a las empresas. En China, por el contrario, la distensión monetaria ha dado lugar a una rápida expansión del crédito

⁴ Sin embargo, como señaló el Banco de Pagos Internacionales BPI (2010) la burbuja de los activos de riesgo parece estar perdiendo impulso a comienzos de 2010. Las cotizaciones bursátiles empezaron a disminuir al tiempo que se ampliaron los diferenciales de rendimiento en los activos de riesgo como resultado de las diferencias en la recuperación económica internacional y la inquietud por el riesgo de crédito soberano en Europa.

que, junto con las políticas gubernamentales concebidas para reactivar la demanda del sector inmobiliario, han creado una burbuja del mercado inmobiliario.

De acuerdo con la información más reciente, la recuperación mundial parece haber comenzado aproximadamente en la segunda mitad de 2009. La mayoría de las estimaciones prevén que todas las principales economías registrarán un crecimiento positivo en 2010 y el Fondo Monetario Internacional (FMI) (2010) estima que el crecimiento mundial será de un 2,9%. Sin embargo, el cumplimiento de estas expectativas está sujeto a la habitual salvedad de los riesgos de deterioro, en particular, los que podrían surgir de salir de forma prematura de las políticas de estímulo.

Existe, sin embargo, cierto grado de ambigüedad en relación con el significado de *salir*, que puede referirse a dos cosas diferentes: acabar con o revertir las medidas de reactivación de la economía. En el primer sentido, *salir* significaría acabar con las reducciones a los tipos de interés o con la facilitación cuantitativa, en el ámbito monetario, y con las nuevas reducciones de impuestos y los aumentos en el gasto discrecional, en el ámbito fiscal. En el caso de *revertir*, habría políticas monetarias más restrictivas, subirían los tipos de interés y habría una consolidación de la situación fiscal diseñada para reducir los déficit estructurales del presupuesto.

Los bancos centrales han puesto fin al recorte de los tipos de interés en casi todas las principales economías en desarrollo y desarrolladas. En las principales economías avanzadas hay algunas señales de la aplicación de políticas monetarias más restrictivas ya que la Reserva Federal de los Estados Unidos está aumentando el tipo de interés que cobra por los préstamos a corto plazo otorgados a los bancos. En varias economías en desarrollo y emergentes, incluida China, la aplicación de políticas monetarias más restrictivas ha comenzado al aumentar gradualmente los tipos de interés y/o los requisitos de reservas de los bancos con el repunte del crecimiento. En el ámbito fiscal, no parece haber planes de nuevos conjuntos de medidas. Sin embargo, tampoco parece vislumbrarse por ninguna parte una compresión fiscal.

Incluso aunque no haya una reversión monetaria y fiscal, a la recuperación actual puede seguirle otro descenso si los programas de estímulo no provocan unos aumentos sostenidos del gasto privado. En efecto, los años noventa fueron testigos de varios intentos fallidos de una reactivación fiscal en el Japón, que estaba en condiciones de fragilidad financiera debido a las cuales la recuperación se estancó cuando se puso fin a las aportaciones fiscales. No se puede descartar por completo un resultado como este en la actual recuperación económica. Los consumidores estadounidenses han estado reduciendo el gasto y desapalancando constantemente en respuesta a un significativo deterioro de sus balances provocado por una pérdida de los valores de los activos de cerca de 12 billones de dólares. En consecuencia, rápidamente el ahorro de los hogares ha vuelto a ser positivo. Hasta ahora, gran parte del aumento del gasto de los consumidores se ha debido a los efectos excepcionales de las transferencias (por ejemplo, dinero por automóviles viejos, cupones alimentarios o subsidios ampliados de desempleo) y recortes fiscales. Las sombrías perspectivas en materia de empleo y una continua reducción del gasto de los consumidores permiten suponer que la fuerza de la recuperación depende mucho más de las exportaciones que del consumo.

En China el gasto de los consumidores se mantuvo durante la abrupta disminución del crecimiento, pero esto no ha influido mucho para compensar el marcado declive de las exportaciones. Según varias estimaciones, entre un 80% y un 90% del crecimiento chino en 2009 se debió a la inversión, cuya tasa aumentó a un 50%.⁵ Mientras que el auge de la inversión resultante de la expansión fiscal y monetaria ha compensado ampliamente el efecto deflacionario del declive de las exportaciones, se ha sumado al exceso de capacidad que ya es aparente en varios sectores. Es posible que esta situación se generalice si las exportaciones no repuntan al ir desapareciendo los paquetes de medidas de estímulo dado que no se prevé que la contribución del consumo en el PIB registre un aumento significativo. Las exportaciones chinas crecieron a tasas de dos dígitos a finales de 2009 pero disminuyeron a principios de 2010. Si las exportaciones no logran recuperar su fuerte ritmo de crecimiento, puede que el crecimiento en 2010 no llegue al nivel de 2009. Sin embargo, un fuerte impulso a las exportaciones en China podría aumentar las fricciones comerciales que ha afrontado no solo con los Estados Unidos y con la Unión Europea sino también con otras economías en desarrollo y emergentes, incluidas la India e Indonesia.

⁵ Véase Wolfe y Ziemba (2009) y Ho-Fung (2009).

IV. NO SE DEBE VOLVER A LO MISMO DE SIEMPRE, ES NECESARIO EL AJUSTE DE LA ECONOMÍA DE LOS ESTADOS UNIDOS

Aunque muchos están de acuerdo con que un viraje prematuro en las políticas de las principales economías avanzadas podría hacer caer a la economía mundial en una nueva recesión, también existe la preocupación de que una salida tardía pueda ser bastante perjudicial y podría llevar incluso a una crisis más profunda y más generalizada. Si los tipos de interés cerca de cero y la rápida expansión de liquidez continúan por mucho tiempo, aumentaría la fragilidad financiera de varias economías en desarrollo y emergentes que han estado recibiendo grandes cantidades de capital proveniente de operaciones de arbitraje y de especulación cambiaria (carry-trade) en busca de alta rentabilidad, como en el periodo anterior a la crisis. A los Estados Unidos les preocupa que estos elementos, unidos a unos grandes déficit fiscales y a una deuda pública en aumento, puedan llegar a dar lugar a unos incrementos significativos en los tipos de interés a largo plazo debido a unas crecientes expectativas de inflación, lo que reduciría el crecimiento.

Quizás una amenaza más importante para la estabilidad y el crecimiento está relacionada con los déficit externos y con el dólar de los EE.UU. Incluso si, como se espera, los consumidores siguen desapalancando y reduciendo la deuda al mantener el consumo por debajo del crecimiento de los ingresos, la economía estadounidense puede comenzar a presentar mayores déficit externos junto con unos crecientes déficit del presupuesto, que podrían alcanzar, siguiendo las tendencias actuales, cifras de dos dígitos en proporción al PIB para finales del decenio. Este déficit doble podría ejercer una considerable presión sobre el dólar, en especial si los países con superávit ya no tienen la voluntad de financiar sus déficit, y la economía estadounidense podría terminar haciendo frente a dificultades externas por primera vez en su historia de posguerra al no poder mantener una posición de indiferencia respecto al dólar. Si, por su parte, los países con superávit reanudan la política de “asentamiento oficial” de los déficit de los Estados Unidos invirtiendo sus superávit en bonos del Tesoro de los Estados Unidos, se estaría volviendo a lo mismo de siempre, con las consecuencias consiguientes para la estabilidad mundial.

A menos que estalle otra burbuja de los precios de los activos y que los tipos de interés sigan siendo de cerca de cero, se prevé que el gasto de los hogares estadounidenses aumente más lentamente que los ingresos disponibles durante los próximos años y que las tasas de ahorro personal lleguen a ser de un 10%, tasa sin precedentes en los últimos decenios.⁶ Es posible que los Estados Unidos se vean obligados a llevar a cabo un ajuste fiscal debido a las presiones del mercado de obligaciones, en especial si están acompañadas de presiones sobre el dólar a falta de un fuerte apoyo de los países con superávit. El costo de unas burbujas que han durado un decenio y de unas agresivas respuestas en materia de políticas monetarias y fiscales a las crisis desencadenadas por el estallido de estas burbujas, podría ser, por lo tanto, un crecimiento de la economía estadounidense por debajo de su potencial durante varios años. Esto traería consigo un ajuste externo por medio de una reducción de las importaciones. También supondría, sin embargo, una notable

⁶ Para más información sobre el ajuste del consumo estadounidense en los próximos años, véase Glick y Lansing (2009).

desaceleración de la locomotora mundial que ha impulsado a muchas economías en desarrollo y emergentes orientadas hacia las exportaciones.

Lo ideal sería que el ajuste fiscal de los Estados Unidos tuviera lugar en el contexto del crecimiento, como ocurrió durante la presidencia de Bill Clinton, pero sin las burbujas. Dada la reducción del gasto de los consumidores, el ajuste dependerá en gran parte de las exportaciones, es decir, de pasar de un crecimiento basado en el consumo a un crecimiento basado en las exportaciones. Si esto se logra, se evitaría una reducción de las importaciones y el ajuste externo se lograría principalmente a través de la expansión de las exportaciones. Sin embargo, para lograrlo haría falta una expansión más rápida de la demanda interna en los países con superávit incluidas las economías en desarrollo y emergentes, y que otras economías en desarrollo y emergentes dependan en menor medida del mercado estadounidense.

El Gobierno de los Estados Unidos busca pasar ahora a un crecimiento basado en las exportaciones. El principal objetivo de la Iniciativa Nacional de Exportación que presentó el Presidente Barack Obama en su discurso sobre el estado de la Unión es doblar las exportaciones en cinco años para apoyar la creación de empleo.⁷ Para esto será necesario un crecimiento anual de un 15% lo cual supone una considerable aceleración con respecto a los resultados obtenidos anteriormente. Según una nota de investigación elaborada por Goldman Sachs, durante los últimos 25 años hicieron falta en promedio 11 años para que doblaran las exportaciones. Sin embargo, también hubo periodos en los que los Estados Unidos registraron un crecimiento rápido de las exportaciones. Por ejemplo, se registraron dos episodios durante los periodos de inflación en los años setenta cuando las exportaciones se duplicaron en cinco años, así como a finales de la década de los ochenta cuando fueron necesarios siete años para lograr un aumento similar. Desde el año 2000 las exportaciones de los Estados Unidos han aumentado cerca de un 11% anual en términos de dólares. Las importaciones, y por consiguiente, el déficit comercial, han aumentado también aproximadamente a la misma tasa. Durante el periodo de 2006 a 2008, el crecimiento de las exportaciones alcanzó cerca de un 13% anual, casi el doble de la tasa de crecimiento de las importaciones. Un objetivo de crecimiento anual de un 15% es muy ambicioso pero no es inalcanzable y mejoraría notablemente la balanza comercial de los Estados Unidos incluso aunque se mantenga el ritmo anterior de las importaciones.

No parecen estar completamente definidos los detalles de la Iniciativa Nacional de Exportación pero según declaraciones recientes, comienzan a emerger ciertas características. En primer lugar, el Gobierno prestará un apoyo significativo a los exportadores, principalmente pequeñas empresas y agricultores, en forma de asistencia técnica, investigación de mercados y concesión de créditos. De alguna manera los Estados Unidos parecen estar dando un giro hacia una forma de política industrial para la promoción de las exportaciones, después de oponerse por muchos años a una intervención de este tipo. Esta iniciativa recuerda a las políticas generales de promoción de las exportaciones que se emprendieron en el Japón, a través de la Organización Japonesa para el Comercio Exterior y en la República de Corea, por medio del Organismo de Fomento del Comercio y la Inversión de Corea.

⁷ Para ampliar la información utilizada en esta sección, véase Departamento de Comercio de los Estados Unidos (2010), Thomson Reuters (2010) y Yang (2010).

En segundo lugar, se ha hecho énfasis en un mayor acceso a los mercados en el extranjero. A este respecto, el plan requiere, por una parte, una observancia estricta de las reglas comerciales de los Estados Unidos contra las prácticas restrictivas y desleales por parte de sus socios comerciales y, por otra parte, la promoción de un mayor acceso recíproco a los mercados por medio de acuerdos bilaterales y multilaterales, en particular, en el marco de las negociaciones de la Ronda de Doha.

En tercer lugar, las exportaciones agrícolas forman parte de las áreas en que se prevé obtener progresos significativos. No se espera, sin embargo, duplicarlas durante los próximos cinco años. En efecto, no puede lograrse un crecimiento tan rápido de las exportaciones agrícolas sin mantener cuantiosas subvenciones y sin lograr la apertura de los mercados de las economías en desarrollo y emergentes. Ciertamente, este intento encontraría la oposición férrea de las economías en desarrollo y emergentes con agriculturas débiles y acabaría con cualquier oportunidad de que la Ronda de Doha llegue a una conclusión satisfactoria.

Por último, un dólar débil no parece ser un elemento clave de esta estrategia. Sin embargo, se hace referencia a la observancia de las reglas comerciales de los Estados Unidos contra las importaciones a precio desleal lo que implica que puede buscarse la aplicación de sanciones contra países que se considere que manipulan sus tipos de cambio a fin de obtener ventajas competitivas. Este hecho podría ser particularmente problemático ya que las disciplinas multilaterales existentes, en la Organización Mundial del Comercio (OMC) o en el FMI no comprenden estas sanciones.

El ajuste fiscal y de la balanza de pagos de los Estados Unidos y su aplicación de políticas monetarias más restrictivas podrían suponer unas condiciones financieras mundiales mucho más restrictivas en comparación con las de los años anteriores al inicio de la crisis. Estos ajustes pueden traer consigo unos aumentos considerables de los tipos de interés y tener fuertes efectos adversos sobre los deudores internacionales y los países que dependen de las corrientes de capital extranjero. También es posible que provoquen el fin de las operaciones de especulación cambiaria con dólares (dollar carry-trade) y de las salidas conexas de capital de las economías en desarrollo y emergentes lo que ejercerá una presión a la alza sobre el dólar y una presión a la baja sobre las monedas de varias economías en desarrollo y emergentes con déficit, así como sobre los precios de los productos básicos que tienden a moverse en dirección opuesta al tipo de cambio del dólar⁸. La conmoción financiera en la eurozona aumenta aún más esta posibilidad. En efecto, en contra de unas expectativas muy generalizadas, los años por venir podrían ser testigos de la desaparición del euro y no de la del dólar, dado que los problemas relacionados con la deuda soberana no son menos graves en la eurozona que en los Estados Unidos y que en la región hacen falta mecanismos institucionales eficaces para hacer frente a las dificultades financieras de los países miembros, como se ha visto en la crisis actual.

⁸ Para mayor información sobre los posibles efectos de las operaciones de especulación cambiaria con dólares (dollar carry-trade) en los activos y en las monedas, véase Pineda y otros (2010).

V. LA ECONOMÍA CHINA TAMBIÉN NECESITA UN AJUSTE, PERO NO PUEDE SER UNA LOCOMOTORA MUNDIAL⁹

El ajuste externo de la economía de los Estados Unidos y el lento crecimiento de la economía europea serán sin duda problemáticos para China debido a la importante contribución que las exportaciones hacia estos mercados han supuesto para su rápido crecimiento. Es cierto que el contenido promedio de valor añadido interior de las exportaciones chinas no representa mucho más de la mitad de su valor total y que el resto corresponde al valor añadido extranjero, principalmente insumos importados del Japón y de las economías en desarrollo y emergentes vinculadas con la red de producción de Asia Oriental cuyo eje es China. Aún así, en los años anteriores a la crisis las exportaciones representaron cerca de una tercera parte del crecimiento del PIB chino gracias a su extraordinaria expansión de alrededor de un 25% anual, es decir, más de tres veces el volumen del comercio mundial y el consumo interno y dos veces más rápido que la inversión interna (Gráfico 1). La contribución de las exportaciones al crecimiento llega a un 50% si se toman en cuenta las repercusiones en el consumo interno y la inversión.

Por una parte, China no puede mantener un crecimiento de sus exportaciones a estas tasas ni seguir aumentando rápidamente su penetración en los mercados extranjeros cuando el crecimiento en los Estados Unidos y en Europa está por debajo de su potencial, el desempleo sigue siendo alto y problemático y la reducción de los desequilibrios mundiales es considerada la clave para la estabilidad mundial. Un fuerte impulso a las exportaciones podría enfrentar una férrea oposición y traer consigo consecuencias para la estabilidad del sistema comercial internacional. Si, por otra parte, China reduce la tasa de expansión de sus exportaciones a un nivel más aceptable, sin que se produzca un cambio fundamental en el ritmo y la pauta de la demanda interna, su crecimiento podría alcanzar apenas un 7%. El crecimiento puede disminuir mucho más si estalla la burbuja de la inversión impulsada por el crédito lo que pondría en descubierto los créditos dudosos y daría lugar a problemas en los bancos que han superado su capacidad y, a la postre, a una crisis financiera.

Si el objetivo es mantener las tasas de crecimiento de un 10% o más anteriores a la crisis, la solución, naturalmente, es aumentar el consumo interno mucho más rápidamente de lo que ha sido el caso hasta ahora. Acelerar la inversión interna para colmar la insuficiencia de demanda, como se hizo en los años 2008 y 2009, solo agravaría el problema. Desde los primeros años del decenio el consumo privado ha crecido 2,5 puntos porcentuales menos que el PIB y 5 puntos porcentuales menos que la inversión. (Gráfico 1). En consecuencia, la contribución del consumo en el PIB disminuyó de un 55% a finales de los años noventa, a un 36%. Sería necesario invertir esta tendencia a la baja de la contribución del consumo en el PIB con un consumo que crezca más rápido que la renta y la inversión.

9

Esta sección se basa en el informe de Akyüz (2010) que contiene un examen detallado de la dependencia de las exportaciones del crecimiento de China y de las economías en desarrollo y emergentes de la red de producción de Asia Oriental cuyo eje es China y de las sostenibilidad del crecimiento basado en las exportaciones.

En contra de una creencia generalizada, el bajo consumo en China no es resultado de unos ahorros excepcionalmente cuantiosos de los hogares. Los ahorros de los hogares chinos en proporción del PIB no son mucho mayores que los de otras economías en desarrollo y emergentes con niveles de desarrollo similares. El bajo consumo se debe más bien a una baja contribución de los ingresos de los hogares y a una alta contribución de los ingresos de las empresas en el PIB. Una gran parte de los ahorros de los hogares en China proviene de los salarios ya que las transferencias del Gobierno y los ingresos de la inversión son muy bajos. La participación de los salarios en el PIB ha estado en constante descenso desde finales de la década de los noventa, de un 53% a un 40%, lo que se refleja claramente en la disminución de la participación del consumo privado (Gráfico 2). El aumento continuo de los beneficios ha permitido que las retenciones y la inversión de las empresas, incluidas las estatales, hayan llegado a ser de más del 20% del PIB, mucho mayores que las tasas vistas anteriormente durante la industrialización del Japón y en las recientemente industrializadas economías asiáticas.

Por lo tanto, la disparidad entre el consumo y la inversión y la consiguiente dependencia de los mercados extranjeros son un reflejo del desequilibrio entre los salarios y los beneficios y entre los ingresos de los hogares y de las empresas. Es menester corregir pronto esta situación si el crecimiento rápido y sostenido ha de lograrse con base en el consumo interno. Para lograrlo son necesarios unos salarios más altos y eliminar la diferencia entre el aumento de los salarios y el de la productividad, aumentar de forma considerable las transferencias presupuestarias, especialmente hacia los hogares rurales, y aumentar el gasto público en las esferas de la salud, la educación y la vivienda a fin de reducir el ahorro cauteloso de las familias.

Sin embargo, que China pase de un crecimiento basado en las exportaciones a un crecimiento basado en el consumo no sería de mucha ayuda para otras economías en desarrollo y emergentes. La razón es que China es un importador principal, pero no un mercado principal. Los productos que China importa de otras economías en desarrollo y emergentes son en su mayoría bienes intermedios, entre ellos partes y componentes usados en las exportaciones de productos terminados, principalmente hacia los Estados Unidos y Europa, más que para el consumo interno. El contenido de productos importados en las exportaciones chinas es de alrededor del 50%. En años recientes, más del 60% de las importaciones se usaron de manera directa o indirecta para las exportaciones y menos del 40% para la inversión y el consumo internos. Comparada con el consumo, la inversión atrae cantidades relativamente grandes de importaciones de insumos intermedios de otras economías en desarrollo y emergentes, como se vio durante el auge de las inversiones en 2008 y 2009 generado por las medidas de respuesta a la crisis. Por el contrario, el contenido de productos importados del consumo chino es muy pequeño: menos del 8%. En consecuencia, un cambio de 100 dólares en la composición de la demanda agregada de las exportaciones al consumo interno representaría una reducción de las importaciones chinas de alrededor de 40 dólares.

Habida cuenta de que más del 60% de todas las importaciones de productos intermedios de China proviene de otras economías en desarrollo y emergentes, pasar de las exportaciones hacia los Estados Unidos y la Unión Europea al consumo interno daría lugar a una considerable disminución de las exportaciones de las economías en desarrollo y emergentes a China. Esta exposición indirecta a los riesgos de una

disminución de las exportaciones chinas hacia los Estados Unidos y la Unión Europea es particularmente alta entre los proveedores de partes y componentes de Asia Oriental: por cada 100 dólares provenientes de las exportaciones de productos transformados de China hacia los Estados Unidos y la UE, cerca de 35 dólares a 40 dólares les corresponden a los países en desarrollo y emergentes de Asia Oriental. Estas economías también están expuestas de manera directa, ya que los Estados Unidos y la Unión Europea juntos representan más de una cuarta parte de las exportaciones totales de algunos de estos países. El Japón también es uno de los países más expuestos a los riesgos que supone el que China pase de las exportaciones a los Estados Unidos y a la Unión Europea a un crecimiento basado en el consumo ya que suministra más del 15% del total de las importaciones chinas de bienes intermedios.

El contenido de productos importados en el consumo privado de los Estados Unidos es tres veces mayor que el de China. Por lo tanto, la reducción en las importaciones estadounidenses que podría resultar de una disminución de 100 dólares en el consumo interno, equivaldría a tres veces el aumento de las exportaciones chinas que podría generarse por un aumento de 100 dólares de consumo. Además, a diferencia de China, el contenido de productos importados en las exportaciones de los Estados Unidos es menor que el del consumo privado, lo que significa que pasar del consumo a las exportaciones reduciría sus importaciones totales.

En otras palabras, un cambio en China de un crecimiento basado en las exportaciones a un crecimiento basado en el consumo y un cambio en los Estados Unidos en sentido contrario, disminuirían considerablemente sus importaciones conjuntas provenientes del resto del mundo. Es decir, un reequilibrio de las economías china y estadounidense pondría fin al estímulo a la demanda que los Estados Unidos han estado proporcionando a las economías en desarrollo y emergentes directamente o por el hecho de que China no las reemplace por un estímulo adecuado del crecimiento basado en su consumo.

Para las economías en desarrollo y emergentes que buscan un crecimiento basado en las exportaciones China no es un buen sustituto de los Estados Unidos. Su mercado de consumo es considerablemente más pequeño no solo por su menor PIB total y su mayor tasa de ahorro personal, sino también por una menor participación de los ingresos de los hogares en el PIB. Incluso aunque los ingresos de los hogares y el gasto de los consumidores aumenten considerablemente, las exportaciones a China aún serían limitadas debido a que este país es muy poco propenso al consumo de bienes extranjeros, de manera directa o a través de insumos para la producción de bienes y servicios para el consumo interno. Para que China se convierta en un mercado principal para otras economías en desarrollo y emergentes, no solamente debería aumentar los ingresos y el consumo de los hogares, sino también consumir más bienes provenientes del extranjero. Pero incluso si lo hiciera, no todos los beneficios irían a parar a las economías en desarrollo y emergentes puesto que China figura claramente entre los principales mercados que Estados Unidos desea aprovechar en el contexto de su Iniciativa Nacional de Exportación.

VI. ALEMANIA Y EL JAPÓN TAMBIÉN DEBEN PARTICIPAR

En el debate sobre la estabilidad y el crecimiento mundiales la atención se centra a menudo exclusivamente en el reequilibrio entre los Estados Unidos y China y se descuida el papel que podrían desempeñar otras dos economías importantes como son las de Alemania y el Japón. Estos países, al igual que China, han estado presentando grandes excedentes de cuenta corriente que alcanzaron 250.000 millones de dólares en Alemania y 210.000 millones en el Japón antes del comienzo de la crisis, mientras que en China fue de 370.000 millones.

Una razón importante por la cual no se presta la debida atención al papel de estas dos economías avanzadas en el reequilibrio mundial es que su superávit comercial bilateral con los Estados Unidos es mucho menor que el de China. En vísperas de la crisis era de cerca de 50.000 millones de dólares en el Japón y 75.000 millones de dólares en Alemania, mientras que en China era de 270.000 millones. Sin embargo, la medida convencional de la balanza comercial bilateral es sumamente engañosa cuando las exportaciones mutuas de los países tienen valores añadidos de contenido extranjero muy diferentes. Las exportaciones de China a los Estados Unidos contienen mucho más valor añadido extranjero que las exportaciones de los Estados Unidos a China. Por ejemplo, en términos convencionales el superávit comercial de China con los Estados Unidos se estimaba en 172.000 millones de dólares en 2005, mientras que en términos del valor añadido (es decir, cuando se excluye el contenido extranjero de las exportaciones de ambos países), esta cifra se reduce a menos de 40.000 millones (Lau y otros. 2006). En ese mismo año, el superávit comercial del Japón con los Estados Unidos fue de cerca de 85.000 millones de dólares. Dado que el contenido extranjero de las exportaciones del Japón es mucho menor que el contenido extranjero de las exportaciones de los Estados Unidos, en términos del valor añadido el superávit bilateral del Japón con los Estados Unidos resulta ser mayor que el superávit bilateral de China con los Estados Unidos. Las exportaciones alemanas también tienen un contenido extranjero mayor que el de las exportaciones estadounidenses, pero no tanto como el de las exportaciones chinas. Por consiguiente, incluso aunque el superávit bilateral de China con los Estados Unidos en términos de valor añadido es mayor que el superávit bilateral de Alemania con los Estados Unidos, la diferencia no es tan grande como la que indica la medida convencional.

Lo que es más importante, el Japón y especialmente Alemania, han estado absorbiendo la demanda mundial sin haber aportado mucho al crecimiento mundial. Durante los años 2002 a 2007 las exportaciones crecieron 25 veces más rápido que la demanda interna en Alemania y 8,5 veces más rápido en el Japón. En China, las exportaciones crecieron 3 veces menos rápido con respecto a la demanda interna (Gráfico 1). Como resultado, en Alemania el crecimiento del producto interno bruto (PIB) fue 4 veces superior al crecimiento de la demanda interna. El consumo prácticamente se estancó y su participación en los ingresos disminuyó, mientras que la participación de las exportaciones aumentó. Aún más significativo es que, pese a la importancia que se ha dado mundialmente a la dependencia del crecimiento chino de las exportaciones, tanto en Alemania como en el Japón la contribución de las exportaciones al crecimiento fue mucho mayor que en China durante los años

precedentes a la crisis. En China, cerca de un tercio del crecimiento del PIB se debió a las exportaciones mientras que en el Japón, la mitad. Lo que es más importante: en Alemania la contribución de las exportaciones al crecimiento del PIB fue de cerca de 140%, lo que implica que sin un crecimiento de las exportaciones, el PIB de Alemania habría disminuido cerca de un 1% anual durante el periodo de 2002 a 2007.¹⁰

La falta de dinamismo de la demanda interna en general, y del consumo en particular, se debe al estancamiento o a la disminución de los salarios reales y al lento crecimiento del empleo. En todas las principales economías avanzadas, los salarios han mostrado atonía desde mediados de los años noventa, incluso durante la expansión económica de 2002 a 2007, y la participación de los salarios en el ingreso se ha reducido debido a que los salarios reales quedaron a la zaga del crecimiento de la productividad (Sommer 2009). En los Estados Unidos, pese a la tendencia a la baja de la participación de los salarios, el consumo privado se disparó con la ayuda de las burbujas de activos, la expansión del crédito y el endeudamiento de los hogares. Este no fue el caso en Alemania ni en el Japón. En consecuencia, como en China, en ambos países, especialmente en Alemania, a la disminución de la participación de los salarios en el PIB le siguió la disminución de la participación del consumo (Gráfico 3). Sin embargo, a diferencia de China, la disminución de la participación de los salarios y del consumo en el PIB no se ha visto acompañada de un crecimiento importante de los salarios reales, del consumo y del PIB. Naturalmente, la correlación entre los salarios y el consumo privado en las economías avanzadas no es tan fuerte como en China debido a una mayor posesión privada del capital generador de ingresos y a mayores facilidades de crédito. Aún así, es notable la similitud entre el Gráfico 2 y el Gráfico 3, especialmente en el caso de Alemania.

En Alemania, las tasas elevadas de desempleo, el lento crecimiento del empleo y el estancamiento de los salarios se deben a varias razones: en primer lugar, el Banco Central Europeo (BCE) se ha centrado casi exclusivamente en la estabilidad de los precios, en detrimento del crecimiento económico y de las condiciones del mercado laboral, lo que refleja en gran parte la aversión de Alemania por la inflación. En segundo lugar, la adhesión a la Unión Europea de varios países de Europa Central y Oriental con salarios bajos ha dado lugar a un aumento considerable de las subcontrataciones por parte de empresas alemanas, que no sólo ha aumentado la presión sobre el mercado laboral en Alemania sino que también ha tenido el efecto de limitar la inversión interna. Por último, las reformas ortodoxas del mercado laboral y de la seguridad social han debilitado considerablemente el poder de negociación de los trabajadores, especialmente en el extremo inferior y no han traído consigo una significativa creación de empleos.¹¹

¹⁰ Cuando se toman en cuenta las importaciones que de manera directa o indirecta van al consumo, la contribución de la demanda interna al crecimiento de Alemania resulta negativa. Para obtener más información sobre la metodología utilizada para calcular la contribución de los diferentes componentes de la demanda en el crecimiento, véase Akyüz (2010).

¹¹ Para obtener más información sobre las “reformas” y las condiciones del mercado laboral en Alemania, véase Carlin y Soskice (2008) y Boltho y Carlin (2008).

Las restricciones salariales en Alemania han sido parte integrante de un intento por aumentar la competitividad de la economía por medio de la reducción de los costos de producción. Esta política se conoce como “desinflación competitiva”, proceso en el que la laguna en la competitividad se colma por medio de salarios reales y precios decrecientes ajustados en función de la productividad (Fitoussi 2006). Así, se ha logrado una mayor competitividad en detrimento de la demanda de los consumidores. Sin embargo, la aceleración de las exportaciones no ha logrado compensar la desaceleración de la demanda interna y el crecimiento del PIB ha seguido siendo lento.¹² Lo que es más importante, esto equivale a una política de “empobrecimiento del vecino” para varias economías europeas circunscritas al euro que no tienen la posibilidad de limitar los salarios en la misma medida, especialmente Italia y Francia. Así pues, esta política ha puesto en peligro el crecimiento y la estabilidad de la eurozona en conjunto, lo que ha provocado fuertes discusiones entre Alemania y Francia en las últimas semanas.¹³

En el Japón, la diferencia entre el aumento de los salarios y el de la productividad ha sido mayor que en muchas otras economías avanzadas, de manera que la participación de los salarios en el PIB se redujo a mayor velocidad. En consecuencia, la participación de la renta del trabajo convergió hacia el promedio del Grupo de los Siete (G-7) después de haber alcanzado niveles considerablemente superiores en los decenios anteriores. El aumento de la competencia por el bajo costo al que producen las economías en desarrollo y emergentes ha llevado a la subcontratación y ha ejercido presión sobre los salarios internos. La desreglamentación del mercado laboral de mediados de los años noventa en adelante dio un mayor espacio a los empleadores para pasar de la práctica tradicional del empleo a largo plazo en el que los salarios tienden a aumentar con la permanencia en el puesto, a la de empleados temporales con salarios más bajos (Sommer 2009).

Al igual que ocurre con China, para que el Japón y Alemania contribuyan más a la demanda mundial es necesaria una expansión rápida del consumo interno, que a su vez, depende de un crecimiento más rápido de los ingresos de la mano de obra del que se ha registrado hasta ahora. Al contrario de China, esto es necesario en Alemania y en el Japón, no tanto para reemplazar las fuentes externas de crecimiento con la demanda interna sino para aumentar la tasa de crecimiento global de la economía. Incluso si el índice de expansión de las exportaciones sigue igual, un crecimiento más rápido de la demanda interna en estos países daría lugar, naturalmente, a un crecimiento más rápido de las importaciones y, por lo tanto, a unos menores superávits comerciales, lo que aumentaría su contribución al crecimiento mundial.

¹² La demanda interna en Alemania creció en promedio un 2% anual en la década de los años noventa a diferencia de un 0,3% en la década actual y el PIB disminuyó un punto porcentual entre las dos décadas.

¹³ Véase *Financial Times*, Lagarde Criticises Berlin Policy, 14 de marzo de 2010; y *Wall Street Journal*, German Government Counters Lagarde's Export Critique, 15 de marzo de 2010.

VII. AJUSTES DE LOS TIPOS DE CAMBIO

De acuerdo con un punto de vista generalizado en los Estados Unidos, el dólar está sobrevalorado frente al yuan RMB de un 20% a un 40% por la “manipulación” de la moneda por parte de China y esta es la principal razón del desequilibrio comercial entre los dos países. Desde este punto de vista, si China deja de intervenir en el mercado de divisas y deja flotar su moneda libremente, el yuan RMB subiría frente al dólar, lo que reduciría los déficits bilaterales entre los Estados Unidos y China. Se aduce que la reticencia de China y de otras economías en desarrollo y emergentes de Asia Oriental a permitir la apreciación de sus monedas frente al dólar y la subsiguiente persistencia de sus superávits comerciales con respecto a los Estados Unidos imponen una carga indebida sobre países con monedas que flotan libremente. Esto resulta particularmente cierto en el caso del euro, dado el gran volumen comercial entre los Estados Unidos y Europa. Mientras la corrección del desequilibrio comercial entre los Estados Unidos y Alemania puede requerir un dólar débil frente al euro, la rigidez de las monedas de Asia Oriental podría provocar un reajuste excesivo del euro frente al dólar y traer consigo consecuencias para la estabilidad monetaria.

No cabe la menor duda de que la corrección de desequilibrios flagrantes entre monedas es un elemento importante del ajuste de los desequilibrios comerciales mundiales. Sin embargo, las fluctuaciones de las divisas no crean una demanda adicional para la economía mundial en conjunto, sino que sirven simplemente para redistribuir los impulsos de demanda entre los países. Estas fluctuaciones, por tanto, simplemente alterarán los tipos de crecimiento relativos pero no aumentarán el crecimiento mundial global. En pocas palabras, las fluctuaciones de las divisas no pueden servir para hacer frente al problema del bajo consumo mundial asociado con la debilidad de los salarios.

Una depreciación del dólar frente al yuan RMB y a las monedas de otras economías asiáticas en desarrollo y emergentes encarecerá, sin duda, los bienes asiáticos en los Estados Unidos, y esto en sí podría reducir las exportaciones y los superávits comerciales de los países asiáticos. Sin embargo, no resolvería el problema del bajo consumo en China y traería consigo un aumento automático de la demanda interna para compensar el declive de las exportaciones. La consecuencia sería posiblemente una disminución del crecimiento y de las importaciones destinadas a las exportaciones. La apreciación de la moneda frente al dólar podría incluso agravar el problema del bajo consumo a tal punto que la carga recaería en los salarios. Por estas razones, el tipo de cambio no es un instrumento adecuado para hacer frente al problema del bajo consumo y de la dependencia excesiva de China de las exportaciones.

Esto también resulta cierto en gran medida para el tipo de cambio del dólar frente al euro y el yen. Una apreciación del euro no generaría unos salarios más elevados ni un crecimiento más rápido del consumo privado en Alemania. De hecho, podría dar lugar simplemente a una mayor reducción de los salarios a través de una “desinflación competitiva”. Es interesante señalar que tanto Alemania como el Japón han podido presentar con frecuencia superávits comerciales globales y bilaterales

frente a los Estados Unidos durante los últimos años independientemente de la fuerza de sus monedas.

No resulta claro de qué manera la depreciación del dólar frente a la moneda china podría combatir la causa fundamental del problema del consumo excesivo de los Estados Unidos. Por una parte, no es probable que produzca un crecimiento considerablemente más rápido de las exportaciones a China dado que el contenido de productos importados del consumo interno chino es bajo y las importaciones chinas para la inversión están estrechamente vinculadas a las exportaciones. Por otra parte, incluso si la depreciación del dólar reduce las exportaciones chinas a los Estados Unidos, este país puede sustituir las importaciones no tanto por la producción interna como por las importaciones de otras economías en desarrollo y emergentes mientras los consumidores estadounidenses sigan teniendo un nivel de vida superior al que les permiten sus propios medios.

Los Estados Unidos han presentado grandes déficits en cuenta corriente en las últimas cuatro décadas pese a la fuerza del dólar frente a las monedas de sus principales socios comerciales y han culpado de ello a Alemania en los años setenta, al Japón en los años ochenta y ahora a China. El yen ha estado registrando una tendencia al alza frente al dólar durante este periodo pero esto no ha tenido ningún efecto en el superávit del Japón con los Estados Unidos. Los cambios en el tipo de cambio nominal no pueden brindar soluciones a los desequilibrios que resultan de grandes disparidades entre los países en términos de austeridad y productividad. Los Estados Unidos deben refrenar el crédito y el consumo derrochador e irresponsable y mejorar el desempeño de sus exportaciones mientras que los países con superávit deben hacer frente al problema del bajo consumo.¹⁴

¹⁴ En una entrevista reciente, Oliver Blanchard, Economista Principal del FMI, aduce que la apreciación del yuan RMB no es una panacea para los Estados Unidos. Según el FMI, una apreciación de un 20% del yuan RMB y de otras monedas de otras economías en desarrollo y emergentes de Asia Oriental haría aumentar el PIB de los Estados Unidos cerca de un 1%, lo cual es “insuficiente, en sí, para sostener el crecimiento en los Estados Unidos” (Xinhua 2010).

VIII. CORREGIR LA TENDENCIA DEFLACIONARIA DE LA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

Mientras que varias economías avanzadas y economías en desarrollo y emergentes con grandes potenciales industriales y de exportación están en busca de mercados, un gran número de economías en desarrollo y emergentes no puede importar los bienes y servicios necesarios para satisfacer las necesidades básicas de sus poblaciones, reducir la pobreza y mantener una tasa de crecimiento aceptable debido a la escasez de divisas aunque esto forma parte de unos objetivos de desarrollo acordados multilateralmente, en especial de los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM). Entre estas economías figuran no solo las economías pequeñas que dependen casi completamente de los ingresos provenientes de la exportación de productos básicos, sino también los países grandes y populosos con algún grado de progreso en materia de desarrollo industrial. La coexistencia de un exceso de oferta en las economías más avanzadas y de necesidades insatisfechas en los países pobres es un reflejo del fracaso del sistema multilateral, en particular de los acuerdos financieros internacionales, para aportar la financiación necesaria a estos países. En consecuencia, la reforma de estos acuerdos debería ser una parte importante de la reestructuración mundial posterior a la crisis para una mayor estabilidad y un crecimiento sostenido y de base amplia.

Es posible que los próximos años sean testigos de un aumento de las dificultades de la balanza de pagos en los países en desarrollo. Durante el periodo de expansión mundial anterior a la crisis muchas economías en desarrollo y emergentes lograron aumentar el crecimiento y mantener a la vez sus cuentas corrientes en general en equilibrio o presentar déficits moderados. Entre estos países figuraban no solo varios países pobres exportadores de productos básicos de África y de otras partes sino también algunas economías emergentes grandes como el Brasil y la India. En unas pocas economías emergentes de África, Europa Central y Europa Oriental que reciben ingresos masivos de capital, el crecimiento se relacionó con fuertes apreciaciones de las monedas y grandes y crecientes déficits cubiertos largamente por esos ingresos.

Es posible que las condiciones económicas mundiales de los próximos años no permitan que se repita esta situación. Para volver a las tasas de crecimiento anteriores a la crisis en un contexto de disminución de las exportaciones sería necesario un crecimiento más rápido de la demanda interna que, a su vez, supondría unos mayores déficits externos. Unas condiciones financieras mundiales más estrictas podrían dificultar y encarecer la financiación de estos déficits por lo que sería necesaria una reducción de la absorción interna y del crecimiento.

Las esferas de reforma necesarias son bien conocidas y se han discutido ampliamente después de casi todas las principales crisis financieras pero se olvidan posteriormente con la recuperación económica. En primer lugar, es necesaria una financiación mucho más cuantiosa, estable y predecible en materia de desarrollo para los países que no cuentan con los recursos internos adecuados para lograr una tasa de crecimiento aceptable a fin de reducir los índices de pobreza y acortar la diferencia de ingresos con los países más ricos. A este respecto, debemos apartarnos de los acuerdos actuales en los que el suministro de dicha financiación depende del arbitrio de los donantes que actúan en interés propio y no en el de los países y comunidades

más pobres. Habida cuenta de que la reducción de la pobreza ha sido declarada un bien público mundial en varias cumbres y conferencias de las Naciones Unidas en los últimos años, hay razones de peso para establecer unas fuentes mundiales de financiación para el desarrollo. Este objetivo podría lograrse por medio de acuerdos sobre impuestos internacionales, entre ellos impuestos a las transacciones monetarias y financieras, impuestos medioambientales y varios otros impuestos como los impuestos sobre el comercio de armas que sean aplicados por todas las partes del acuerdo sobre las transacciones y las actividades en cuestión y que se ingresen en un fondo de las Naciones Unidas para el desarrollo.¹⁵

La segunda esfera principal de reforma se refiere al suministro de liquidez internacional en tiempos de perturbaciones comerciales y financieras para permitir a los países adoptar medidas macroeconómicas contracíclicas a fin de minimizar la pérdida de producción y de empleo. En este contexto deberían abordarse las dos principales deficiencias de los préstamos del FMI para hacer frente a las crisis. En primer lugar, el FMI ha estado tradicionalmente mucho más dispuesto a proporcionar financiación para mantener a los países al día en sus deudas y mantener cuentas de capital abiertas que a financiar las importaciones y a apoyar el comercio, el empleo y el crecimiento. En segundo lugar, los préstamos para hacer frente a las crisis están relacionados frecuentemente con unas condicionalidades de política procíclica que solo sirven para reforzar el efecto deflacionario de las perturbaciones. La práctica que se ha seguido en la crisis actual no es una excepción en este sentido. El FMI ha creado un nuevo servicio, la Línea de Crédito Flexible, para las economías emergentes que reúnen las condiciones necesarias sobre la base de algunos criterios predeterminados a fin de permitirles financiar las salidas de capital grandes y persistentes, mientras que a los países pobres les ha dado un trato bastante estricto en materia de financiación comercial y de sus cuentas corrientes.¹⁶

La última esfera importante de reforma a este respecto se relaciona con la deuda soberana tanto bilateral como multilateral, con acreedores oficiales. Pese a reiteradas iniciativas, muchos países pobres siguen presentando sobreendeudamiento, luchando por atender el servicio de deudas impagables, desviando así los recursos presupuestarios y las divisas del desarrollo. El principal problema en este sentido es que no hay mecanismos imparciales de renegociación de la deuda y son los acreedores, en particular el FMI, los encargados de las evaluaciones de sostenibilidad de la deuda. Con frecuencia la sostenibilidad de la deuda se valora tomando en cuenta el volumen de la deuda y del servicio de la deuda que un país puede tolerar, sin prestar la debida atención a sus implicaciones para el desarrollo y la pobreza, y se da primacía al servicio de la deuda sobre todos los demás objetivos económicos y sociales.

¹⁵ Véase Atkinson, A.B., ed. (2005) para una presentación de nuevas fuentes de financiación para el desarrollo.

¹⁶ Para saber más sobre estas propuestas en materia de reformas véase Akyüz (2009); y para obtener más información sobre los programas del FMI en los países en desarrollo durante la crisis actual, véase Weisbrot y otros (2009).

Durante los primeros meses de la crisis actual pareció emerger un consenso entre los principales actores sobre la necesidad de reformar la arquitectura financiera internacional en estas y en otras esferas. Se han puesto en marcha varias iniciativas *ad hoc* y se han presentado propuestas en varios foros como la Organización de las Naciones Unidas (ONU), el Grupo de los Veinte (G-20) y las instituciones de Bretton Woods. Hasta el momento no se ha llegado a ningún compromiso definitivo ni se ha tomado medida alguna para resolver estas cuestiones. Los antecedentes a este respecto no son muy alentadores. Pese a un consenso general sobre una reforma sistémica para una gobernanza más eficaz de las finanzas internacionales tras una serie de crisis en las economías emergentes en los años noventa y la proliferación de propuestas de reforma, la iniciativa de financiación para el desarrollo presentada en la Conferencia de las Naciones Unidas en Monterrey, México, en marzo de 2002 no ha dado resultados significativos a este respecto. Corresponde sobre todo a los países en desarrollo garantizar que este no sea el destino del proceso en curso iniciado en las Naciones Unidas en junio de 2009 durante la Conferencia de las Naciones Unidas sobre la crisis financiera y económica mundial y sus efectos sobre el desarrollo.

IX. CONCLUSIONES

La mundialización ha inclinado la balanza entre el empleo y el capital en contra del primero. La mayor integración de China y de la India en la economía mundial y el colapso de la Unión Soviética han duplicado la fuerza de trabajo mundial y triplicado el número total de trabajadores que producen para los mercados internacionales (Akyüz 2006). Esto, junto con una mayor movilidad internacional del capital y la desreglamentación del mercado laboral han reducido significativamente el poder de negociación de los trabajadores. En casi todos los países industrializados han disminuido los salarios reales ajustados en función de la productividad, lo que ha provocado una disminución de la renta derivada del trabajo en el PIB. En economías en desarrollo y emergentes como la china la expansión de las exportaciones de productos manufacturados ha traído sin duda algunos beneficios para la mano de obra, que ha pasado de empleos rurales de baja productividad a empleo industrial de mayor productividad. Sin embargo, también en estos países los salarios industriales han quedado muy a la zaga del crecimiento de la productividad.

Esto significa que el poder adquisitivo de los empleados sobre los productos y servicios que producen ha estado disminuyendo. La consiguiente amenaza del bajo consumo mundial y la deflación se ha evitado hasta el momento gracias a los aumentos súbitos del gasto en bienes de consumo e inmobiliarios impulsados por las burbujas de activos y del crédito y una mayor deuda de los hogares no solo en los Estados Unidos, sino también en otras muchas economías avanzadas y economías en desarrollo y emergentes, especialmente en Europa. Esto también se ha relacionado con las corrientes internacionales masivas de capital y con cambios repentinos en las posiciones de los activos netos de los países.

Sin embargo, este proceso ha generado no solo grandes desequilibrios mundiales, sino también inestabilidad y fragilidad financiera y ha dado lugar a la más grave crisis mundial de la posguerra. Hacemos frente ahora a un importante dilema. Por una parte, volver a “lo mismo de siempre” para restablecer el crecimiento con base en el consumo y los auges inmobiliarios impulsados por el endeudamiento significará simplemente posponer los ajustes necesarios para reducir los desequilibrios comerciales y la fragilidad financiera, y esto provocará, inevitablemente, una crisis financiera y económica mundial más grave. Por otra parte, la consolidación financiera y la reducción del gasto de consumidores sobreendeudados y de países con déficit para reducir la fragilidad podrían sencillamente revivir el espectro del bajo consumo y la deflación mundial, lo que pondría en peligro el crecimiento y el bienestar económico. Esta búsqueda de equilibrio entre la estabilidad financiera y el crecimiento es, sin embargo, sólo aparente porque a menos que se haga frente al problema subyacente del bajo consumo, no podrán sostenerse por mucho tiempo la estabilidad financiera y el crecimiento.

Por consiguiente, es necesaria una reestructuración económica mundial posterior a la crisis. Esta reestructuración debería incluir reformas en la esfera financiera con el fin de reducir la propensión de la economía mundial a las crisis recurrentes y a eliminar la tendencia deflacionaria de la arquitectura financiera internacional. También debería, sin embargo, tener por objeto hacer frente al bajo

consumo mundial por medio del restablecimiento del equilibrio entre el empleo y el capital a través de acuerdos en materia de salarios altos y de un regreso a las políticas de pleno empleo. Sin medidas decididas en estos frentes, los próximos años podrán ser testigos de un crecimiento lento, desigual y errático, de una mayor inestabilidad de los mercados de activos y de divisas, del aumento del nacionalismo económico, de conflictos en relación con el proteccionismo y el comercio, y de una fuerte reacción contra la mundialización.

BIBLIOGRAFÍA

- 📖 Akyüz, Y. (2006). “From Liberalization to Investment and Jobs: Lost in Translation”. TWN Global Economy Series 8. Penang, Malasia.
- 📖 Akyüz, Y. (2009). “Medidas de respuesta a la crisis financiera mundial: asuntos clave para los países en desarrollo”. Documento de Investigación número 24, Ginebra, Centro del Sur.
- 📖 Akyüz, Y. (2010). “Export Dependence and Sustainability of Growth in China and the East Asian Production Network”. Ginebra, Centro del Sur, (publicado próximamente).
- 📖 Atkinson, A.B., ed. (2005). *New Sources of Development Finance*. UNU-WIDER *Studies in Development Economics*, Nueva York, Oxford University Press
- 📖 Baker, D. (2008). “The Housing Bubble and the Financial Crisis”. *Real-world Economics Review*, número 46, págs. 63 a 81.
- 📖 Blanchard, O. y G.M. Milesi-Ferretti (2009). “Global Imbalances: In Midstream?” IMF Staff Position Paper SPN/09/29, 22 de diciembre, Washington, D.C.
- 📖 Boltho, A. y W. Carlin (26 de noviembre, 2008). “Germany Needs High Wage Settlements and a Serious Fiscal Stimulus”. www.voexeu.org.
- 📖 BPI (marzo de 2010). *Quarterly Review*, “International Banking and Financial Market Developments”.
- 📖 Carlin, W. y D. Soskice (2008). “German Economic Performance: Disentangling the Role of Supply-Side Reforms, Macroeconomic Policy and Coordinated Economy Institutions”. *Socio-Economic Review*, número 7, págs. 67 a 99.
- 📖 Debelle, G. (2004). “Macroeconomic Implications of Rising Household Debt.” BIS Working Paper número 153, Basilea.
- 📖 Fitoussi, J-P. (octubre, 2006). “Diverging Tendencies of Competitiveness”. Briefing Paper 1. European Parliament Committee for Economic and Monetary Affairs.
- 📖 FMI (2010). *World Economic Outlook Update*, 26 de enero, Washington, D.C.

- 📖 Glick, R. y K. J. Lansing (15 de mayo, 2009). “US Household Deleveraging and Future Consumption Growth”, Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter 2009-17.
- 📖 Ho-Fung, H. (2009). “America’s Head Servant? The PRCs Dilemma in the Global Crisis”. *New Left Review* número 60, noviembre a diciembre.
- 📖 Johnson, R.C. y G. Noguera (2009). “Accounting for Intermediaries: Production Sharing and Trade in Value Added”. Mimeo. Dartmouth College.
- 📖 Kranendonk, H. y J. Verbruggen (enero, 2008). “Decomposition of GDP Growth in European Countries” CPB Document No 158. Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
- 📖 Lau, L.J. X. Chen, L. K. Cheng, K.C. Fung, J. Pei, Y-W Sung, Z. Tang, Y. Xiong, C. Yang y K. Zhu (2006). “Estimates of U.S.-China Trade Balance in Terms of Domestic Value-Added”. Stanford Centre for International Development, Working Paper 295.
- 📖 Maki, D.M., y M. Palumbo (2001). “Disentangling the Wealth Effect: A Cohort Analysis of Household Saving in the 1990s.” *FEDS Working Paper 2001-21*. Washington, D.C.
- 📖 Pineda, M. y otros. (4 de enero, 2010). “Carry Trade Hotspots: A Currency by Currency Forecast for 2010”. Roubini Global Economics. www.roubinin.com/analysis/94821.php
- 📖 Roubini, N. (1 de noviembre, 2009). “Mother of all Carry Trades Faces an Inevitable Bust”. *Financial Times*.
- 📖 Sommer, M. (2009). “Why Are Japanese Wages So Sluggish?” *IMF Working Paper 09/97*
- 📖 Thomson Reuters (2010). Update 2– “Locke Says Enforcement Will Help US Double Exports”.
- 📖 US Department of Commerce (4 de febrero, 2010). Press Release: Commerce Secretary Gary Locke Unveils Details of the National Export Initiative.. www.commerce.gov.
- 📖 Xinhua (20 de febrero, 2010). “What’s Behind U.S. Pressure on Renminbi Exchange Rate?”. www.xinhuanet.com/english.
- 📖 Weisbrot, M. y otros. (octubre, 2009). “IMF-Supported Macroeconomic Policies and the World Recession: A Look at Forty-One Borrowing Countries”. Centre for Economic Policy Research, Washington, D.C.
- 📖 WB CQU, *China Quarterly Update* (varios números), World Bank Beijing

Office, China.

📖 Wolfe, A. y R. Ziemba (11 de noviembre, 2009), “What is China’s Exit Strategy?” Roubini Global Economics. www.roubini.com/analysis.

📖 Yang, J.L. (29 de enero, 2010). “Why Obama’s Export Push Won’t Save Jobs?” CNNMoney.com.

Cuadro 1: PIB y demanda reales
(Variación porcentual media anual) (2002 a 2007)

	PIB real	Demanda interna	Consumo	Exportaciones	Contribución de las exportaciones al crecimiento del PIB (%)
China	10.7	9.4	7.8	25.4	34.1
Alemania	1.2	0.3	0.1	7.6	143.2
Japón	1.8	1.1	1.1	9.3	49.9

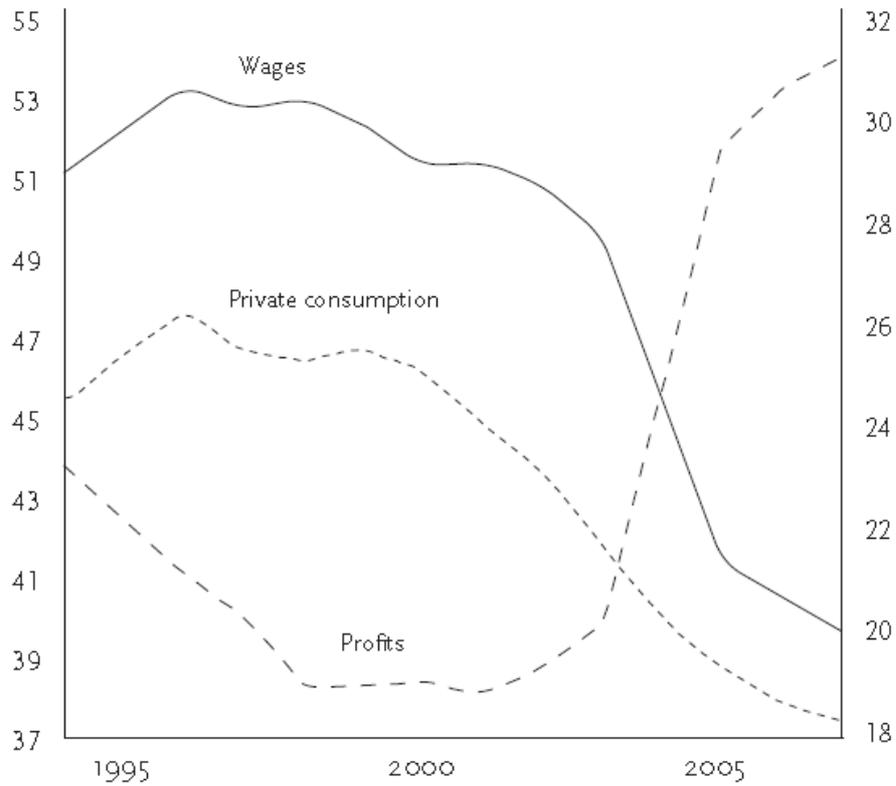
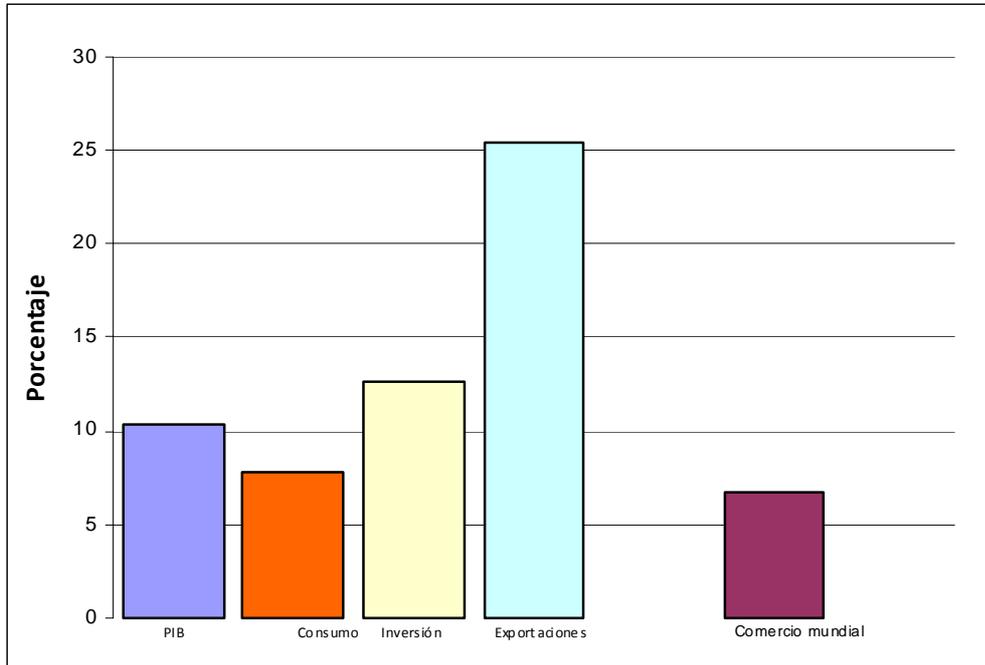
Fuente:

a: Akyüz (2010)

b: FMI: Base de datos de Perspectivas de la economía mundial (WEO) La última columna corresponde a las estimaciones del autor basadas en la metodología descrita en Akyüz (2010) que utiliza datos sobre la participación de las importaciones, de Kranendonk y Verbruggen (2008) para Alemania y de Johnson y Noguera (2009) para el Japón.

GRÁFICOS:

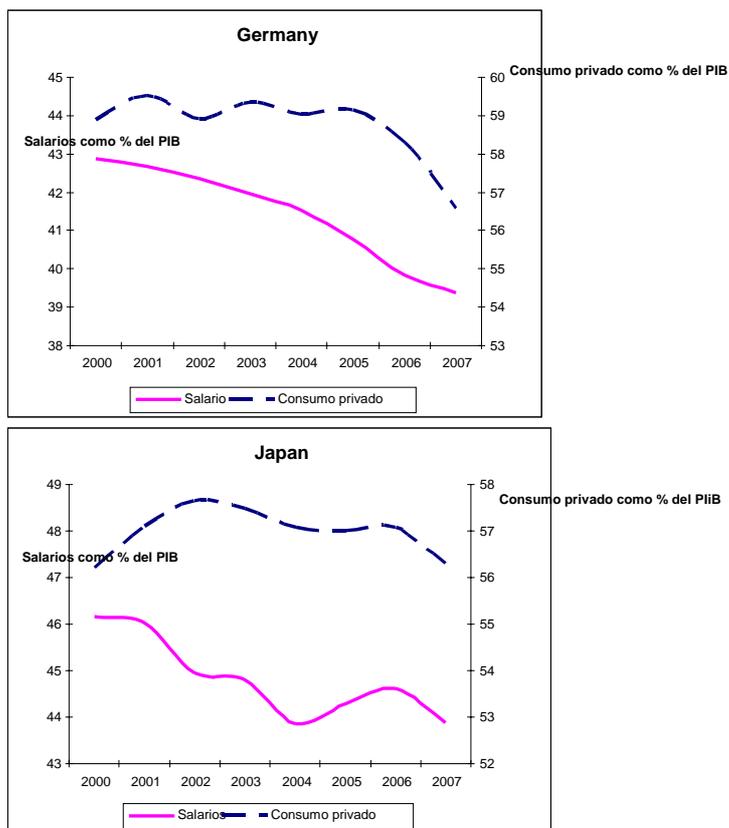
Gráfico 1: China: tasas de crecimiento real (2002 a 2008)



Fuente: Ho-Fung (2009)

Escala de la izquierda: salarios y consumo; escala de la derecha: beneficios.

Gráfico 3: Salarios y consumo privado en Alemania y el Japón



Fuente: OCDE Economic Outlook y bases de datos del FMI en Estadísticas Financieras Internacionales (EFI).



**Chemin du Champ d'Anier 17
PO Box 228, 1211 Geneva 19
Switzerland**

**Teléfono: (41 22) 791 8050
Fax: (41 22) 798 8531
Email: south@southcentre.org**

**Sitio Web:
<http://www.southcentre.org>**

ISSN 1819-6926