

Juan Carlos Berganza\*  
Ignacio Hernando\*  
Pilar L'Hotellerie-Fallois\*

## LOS RETOS ECONÓMICOS DE ESTADOS UNIDOS

*Este artículo ofrece una revisión de la importancia de Estados Unidos en la economía y el sistema financiero globales, y repasa los principales retos internos y externos que afronta para mantener su posición de liderazgo mundial. En el plano interno se destacan la conducción de las finanzas públicas hacia una senda sostenible, la configuración de un sistema financiero más estable, el aumento del crecimiento potencial y la reducción de la desigualdad. En el externo se subrayan la posición de Estados Unidos en la gobernanza de las principales instituciones multilaterales y el pleno desarrollo de los acuerdos comerciales internacionales.*

**Palabras clave:** orden económico internacional, liderazgo económico, globalización.

**Clasificación JEL:** F02, F60, O51.

### 1. Introducción

Estados Unidos como líder económico mundial afronta el reto de mantener su influencia en un contexto global que es ahora mucho más multipolar. La emergencia de otros países con capacidad de ejercer un poder económico y comercial significativo a nivel mundial y las consecuencias derivadas de la crisis económica y financiera, han puesto de manifiesto los

límites de esa hegemonía y la necesidad de ejercerla sobre unas bases renovadas. Estados Unidos debe empezar por acometer una serie de cambios de carácter interno, que le permitan mantener una economía flexible y con suficiente potencial de crecimiento para respaldar ese papel internacional. Además, deberá redefinir sus posiciones en los foros de gobernanza global para mantener su influencia en un mundo crecientemente complejo y multipolar.

El presente artículo hace una revisión de la importancia de Estados Unidos en la economía y el sistema financiero globales, y se adentra, a continuación, en la discusión de los retos internos y externos que afronta para mantener su posición de liderazgo.

---

\* Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales, Banco de España.

Los autores agradecen el apoyo técnico de Enrique Martínez Casillas y María Romero.

## 2. La importancia de Estados Unidos en la economía global

A comienzos del Siglo XX, la economía de Estados Unidos se convirtió en la de mayor dimensión a escala global, y en la principal exportadora. Además, al hilo de su creciente peso en el comercio internacional, fue adquiriendo también un progresivo protagonismo en el sistema financiero internacional. Sin embargo, no sería hasta las postrimerías de la Segunda Guerra Mundial cuando Estados Unidos asumió de manera clara un papel hegemónico en el orden económico internacional. Este liderazgo se plasmó en su decisiva contribución al diseño del nuevo sistema económico y financiero internacional, en la Conferencia de Bretton Woods de 1944, en la puesta en marcha del Plan Marshall para contribuir al desarrollo de las economías europeas y en la apertura al exterior de su mercado de capitales, pese a que ningún otro país estaba dispuesto a adoptar medidas similares (Eichengreen, 2011). En 1950, la economía de Estados Unidos representaba en torno al 27 por 100 de la economía mundial.

En las décadas posteriores, la recuperación y el progresivo desarrollo de otras regiones (Europa Occidental en la década de los sesenta, Japón en los setenta y algunos países del Este de Asia, posteriormente) redujeron, mecánicamente, el peso de la economía estadounidense en las magnitudes macroeconómicas globales y contribuyeron a la aparición de nuevos retos en términos de cooperación económica y financiera internacional. No obstante, EE UU siguió desempeñando un papel predominante en las instituciones multilaterales y en la resolución de crisis internacionales (América Latina y Asia emergente).

Ya con el cambio de siglo, la plena irrupción de China y, más en general, de un grupo de grandes economías emergentes<sup>1</sup> —de modo destacado, el llamado «grupo

de los BRICS», formado por Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica— en el concierto económico mundial, con ritmos de crecimiento muy superiores a los registrados por las economías avanzadas, ha abierto un nuevo frente de poder económico (Carrasco, Molina y Orgaz, 2010). Todo ello apunta a la configuración de un orden económico internacional más multipolar, en un mundo más interconectado, que conlleva mayores retos y oportunidades para todos. No obstante, a pesar de la aparición de nuevos focos de poder la influencia de Estados Unidos en la marcha de la economía internacional sigue siendo determinante.

Las economías emergentes han mostrado un dinamismo muy superior al de los países avanzados desde el comienzo del presente siglo, alcanzando una tasa de crecimiento promedio del PIB del 6 por 100, frente al 1,6 por 100 de las avanzadas, en el período 2001-2014; este diferencial de crecimiento contrasta con el alcanzado en las dos últimas décadas del siglo pasado: un promedio de 3,7 por 100 para las emergentes y de 3,1 por 100 para las avanzadas. De este modo, como se observa en el Gráfico 1, la participación de las economías avanzadas en el PIB mundial, valorado en paridad de poder de compra (PPC) ha descendido con intensidad en lo que llevamos de siglo, y cabe esperar que esta tendencia continúe en los próximos años. En el caso de Estados Unidos, su crecimiento ha pasado de un 3,2 por 100, en el promedio de 1980-2000, a un 1,8 por 100 entre 2001 y 2014, y su peso en el PIB mundial, del 22,1 por 100, en 1980, al 16,1 por 100, en 2014; en 2020 se prevé que se sitúe en torno al 15 por 100, mientras que la participación de China podría estar cerca del 19 por 100. La aportación de Estados Unidos al crecimiento global se ha reducido de manera acorde.

Este cambio en la composición del crecimiento mundial se ha producido en un contexto de creciente integración en los mercados internacionales, tanto

---

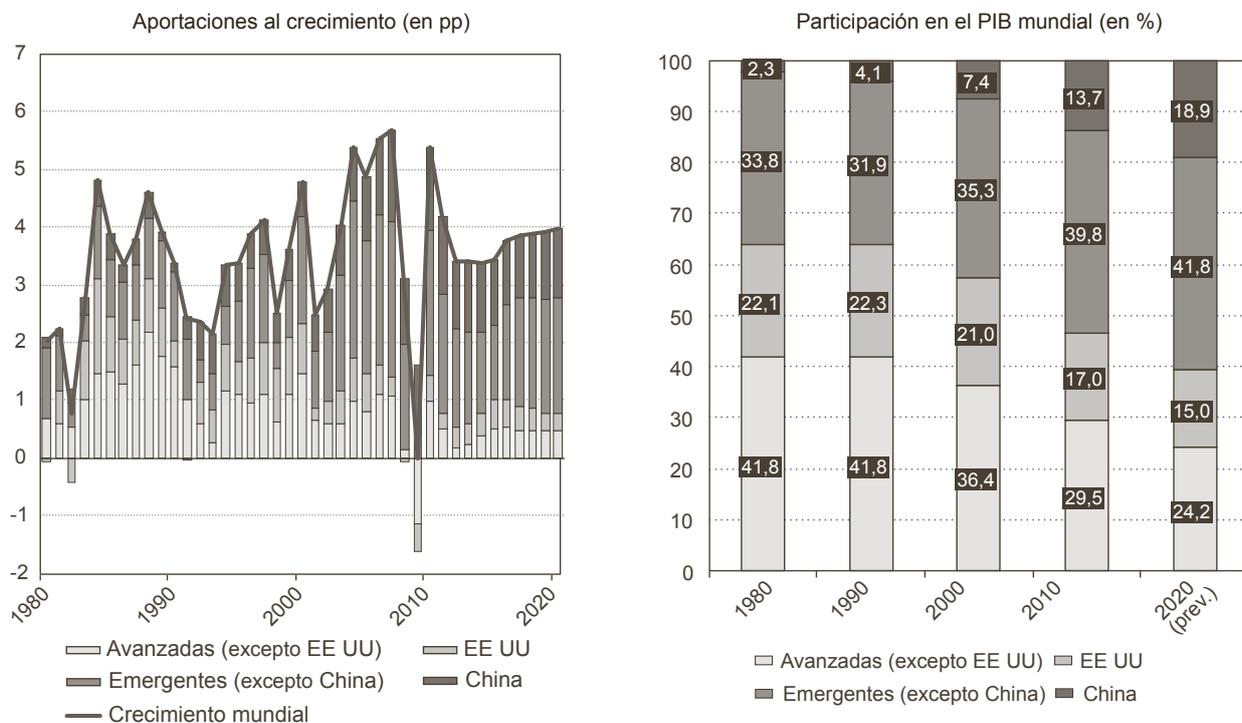
<sup>1</sup> En este artículo se utiliza la clasificación en economías avanzadas y emergentes empleada por el FMI, que se basa principalmente en tres criterios: PIB per cápita, diversificación de exportaciones y grado de integración financiera global. El FMI considera como economías avanzadas aquellas que presentan niveles elevados en las tres variables,

---

pero no establece umbrales específicos y tiene en cuenta también otros factores. En la edición del *World Economic Outlook* de abril de 2015 consideraba 37 economías avanzadas y 152 emergentes y en desarrollo.

GRÁFICO 1

APORTACIÓN Y PARTICIPACIÓN DE LAS ECONOMÍAS AVANZADAS EN EL PIB MUNDIAL  
(En %)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

de bienes como de capitales. En el ámbito comercial, las economías emergentes —de modo destacado, las asiáticas— han aumentado progresivamente su apertura al exterior desde la década de los ochenta, lo que se ha traducido en una ganancia de cuota en el comercio mundial que se ha acentuado en el presente siglo, desempeñando un papel crucial en el proceso de integración global. No obstante, Estados Unidos continúa siendo el principal importador mundial y el segundo exportador (superado recientemente por China)<sup>2</sup>. Su cuota de exportaciones ha pasado del

12,8 por 100, en 1990, al 9,6 por 100, en 2013, y la de importaciones del 14,3 por 100 al 12,2 por 100, en el mismo período, como se puede ver en el Gráfico 2.

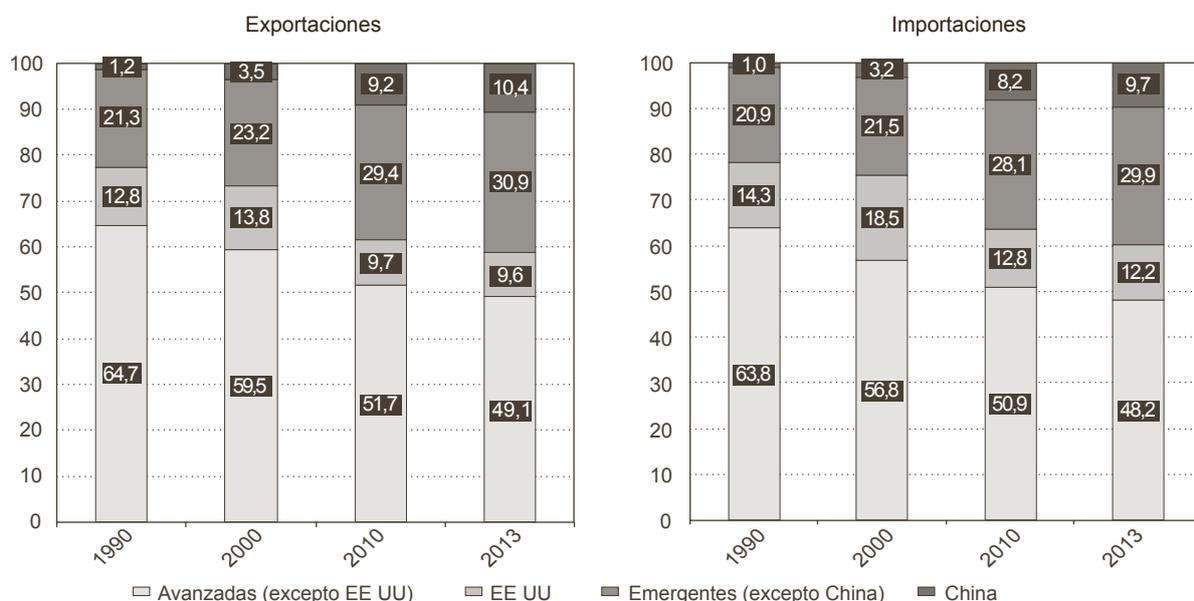
La composición geográfica del comercio exterior de Estados Unidos ha variado en las últimas décadas. El peso de las áreas avanzadas entre los destinos de exportación ha descendido desde casi el 70 por 100 en la década de los ochenta hasta el entorno del 55 por 100 en el período 2010-2014, si bien los pesos de Canadá y el área del euro han disminuido en menor medida, como se ve en el Gráfico 3. La participación

<sup>2</sup> En todo caso, la importancia de la economía de Estados Unidos en el comercio mundial deriva de su tamaño y, en general, atendiendo al peso

de su comercio exterior en el PIB, se la ha tendido a considerar como una economía cerrada.

GRÁFICO 2

PARTICIPACIÓN EN LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES MUNDIALES  
(En %)



FUENTE: Banco Mundial.

de las economías avanzadas como origen de las importaciones ha pasado del 66,1 por 100 al 45,6 por 100 en el mismo período, siendo destacable el aumento de las importaciones procedentes de México y, sobre todo, de China.

Por otro lado, Estados Unidos continúa ocupando una posición de liderazgo en materia tecnológica y de investigación, como se pone de manifiesto en las comparaciones internacionales de los indicadores habitualmente utilizados para aproximar el fomento y difusión del conocimiento, la excelencia investigadora, y el volumen y calidad de la producción científica.

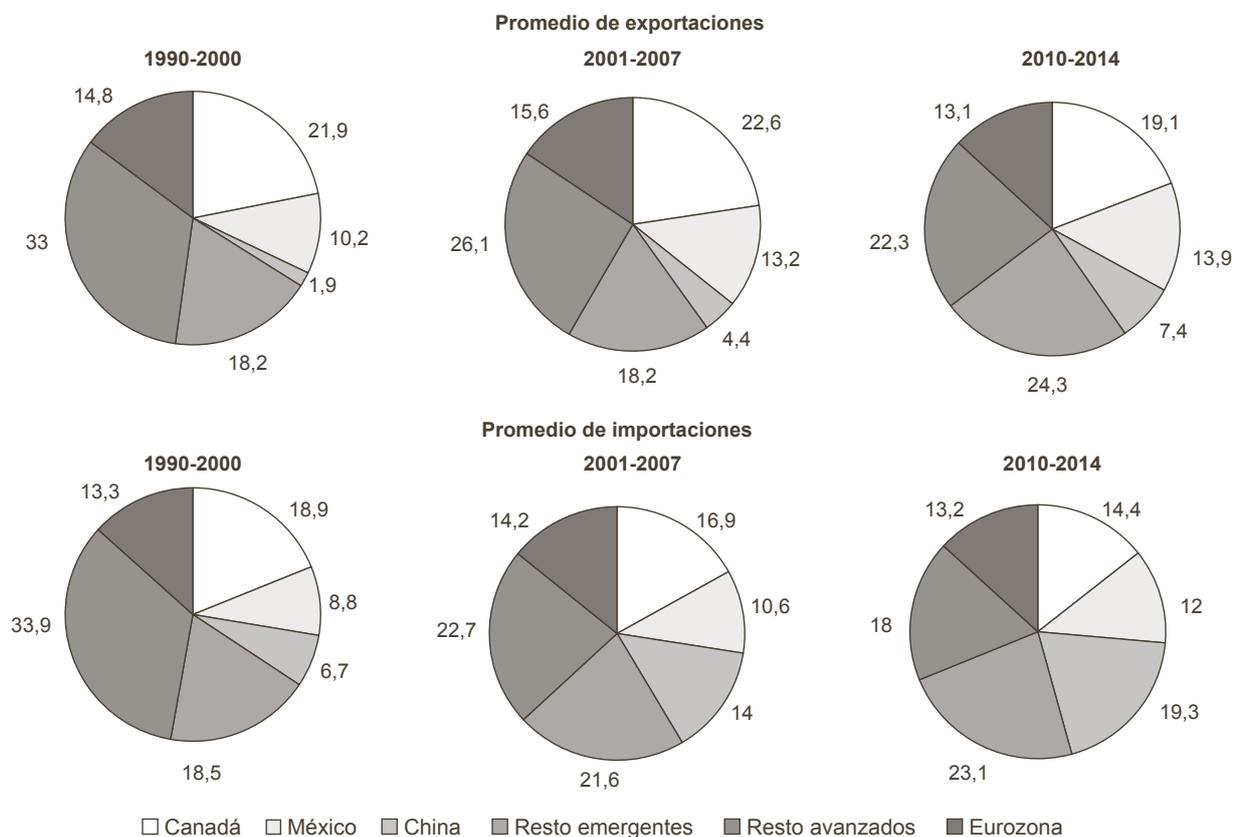
La importancia de Estados Unidos en los mercados financieros internacionales es sustancialmente mayor que a nivel comercial y descansa, en gran medida, sobre el papel central del dólar como principal moneda de reserva a escala internacional. El dólar adquirió este

predominio en la década posterior a la Segunda Guerra Mundial, en paralelo con el declive de la libra esterlina. Desde 1960, el peso del dólar en la cesta global de reservas internacionales se ha mantenido en torno al 65 por 100, con algunas oscilaciones provocadas por el auge y caída de otras divisas (Eichengreen *et al.*, 2014).

La hegemonía del dólar se extiende a las transacciones comerciales transfronterizas y es generalizada en los distintos segmentos de los mercados financieros internacionales. Al cierre de 2014, los activos de renta fija denominados en dólares representaban cerca del 60 por 100 del volumen vivo de bonos internacionales (aquellos emitidos en moneda extranjera en un país distinto al del emisor) y el dólar era la moneda de denominación del 53 por 100 de los préstamos transfronterizos (excluyendo los interbancarios) y del 57 por 100 de los depósitos transfronterizos. La primacía del dólar

GRÁFICO 3

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE ESTADOS UNIDOS, POR PAÍSES



FUENTE: Dirección de estadísticas comerciales (FMI).

conlleva una serie de beneficios (y algún coste). Los residentes en Estados Unidos —y particularmente, el Tesoro— pueden colocar deuda entre no residentes a bajos tipos de interés (al ser percibida como líquida y segura) e invertir en activos exteriores con rentabilidades superiores, beneficio que se conoce en la literatura académica como *exorbitant privilege*<sup>3</sup>.

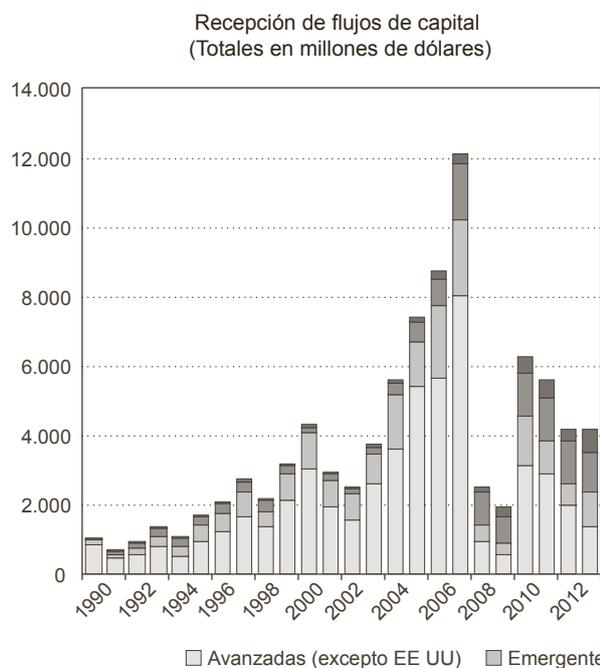
<sup>3</sup> GOURINCHAS y REY (2007) ofrecen una discusión más detallada del concepto de «*exorbitant privilege*» y una cuantificación del mismo. CANZONERI *et al.* (2013) analizan los costes y beneficios asociados al estatus de moneda de reserva internacional. Junto a los beneficios considerados habitualmente, indican que este estatus plantea un coste en términos del riesgo de venta masiva de los

Más allá del dólar, la importancia de Estados Unidos en el sistema financiero internacional es muy elevada. La capitalización del mercado bursátil estadounidense representó el 38,1 por 100 de la capitalización total del conjunto de las bolsas mundiales en el promedio del período 2001-2012. La participación de Estados Unidos en los mercados de renta fija a nivel mundial es igualmente significativa, situándose en torno al 38 por 100 en 2012. Por otro lado,

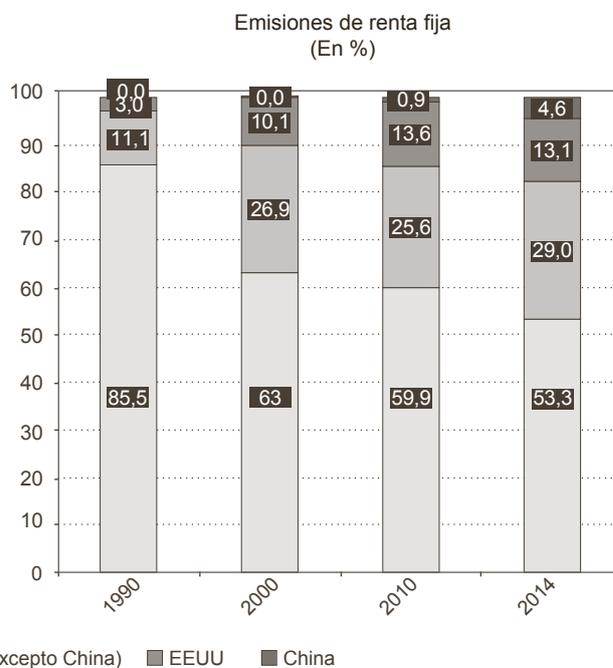
activos en manos de no residentes (por ejemplo, reservas de bancos centrales extranjeros) que conllevaría una elevación abrupta del tipo de interés local.

GRÁFICO 4

PARTICIPACIÓN DEL CAPITAL DE EE UU EN RELACIÓN CON LOS FLUJOS INTERNACIONALES, 1990-2014



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.



FUENTE: Dealogic.

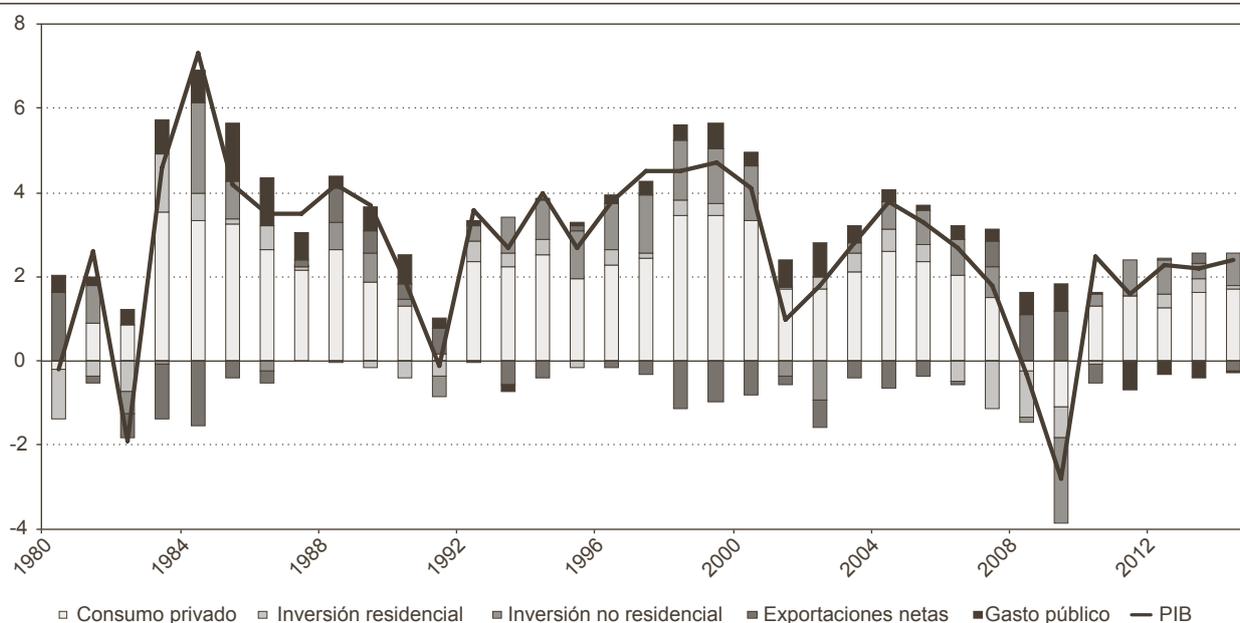
los activos extranjeros en manos de residentes de Estados Unidos representan más del 140 por 100 del PIB de ese país, mientras que los activos estadounidenses en manos de no residentes suponen alrededor del 170 por 100 de su PIB (Fischer, 2014), siendo los bonos del Tesoro el activo de reserva por excelencia a escala global.

La participación de Estados Unidos en los flujos internacionales de capitales ha permanecido relativamente estable en las últimas décadas. Así, el peso de las entradas de capitales en Estados Unidos sobre el total de flujos internacionales se ha reducido ligeramente tras la crisis financiera, situándose en el 19,6 por 100 en el período 2010-2013, frente al 22,9 por 100 registrado en promedio en el período 1990-2007, como se observa en el Gráfico 4. En todo caso, este

descenso es menor que el experimentado por los flujos dirigidos a otras economías avanzadas, que pasaron del 64,7 por 100 al 45,4 por 100 en el mismo intervalo. Cabe mencionar también el elevado peso de las emisiones de valores de renta fija en Estados Unidos sobre el total mundial, que ha permanecido por encima del 25 por 100 en lo que va de siglo, en contraste con el descenso de las emisiones en el resto de economías avanzadas.

En definitiva, desde mediados del Siglo XX hasta hoy, la economía mundial y el sistema financiero internacional han sufrido profundas transformaciones. Nuevos países han ganado importancia a nivel global y las interconexiones e interdependencias, tanto en el plano económico como en el financiero, se han multiplicado. De manera acorde, el peso relativo de

GRÁFICO 5  
 APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB  
 (En %)



FUENTE: Bureau of Economic Analysis.

Estados Unidos en el PIB mundial se ha reducido; no obstante, sigue siendo un actor de enorme relevancia para la economía mundial y, especialmente, para el sistema financiero internacional. Sus autoridades económicas sostienen que en el nuevo contexto global, de mayor integración económica y financiera, la mejor contribución que pueden hacer a la economía mundial es la de procurar que la economía de Estados Unidos transite por una senda de crecimiento dinámico y sostenible. Aunque esta visión, tan unilateral, no es totalmente compartida en los foros internacionales, no cabe duda de que un liderazgo fuerte a nivel global tiene que estar basado en la solidez interna de la economía y el sistema financiero. En el siguiente apartado se comentan de manera detallada los principales retos que tiene planteados Estados Unidos para mantener ese crecimiento dinámico y sostenible.

### 3. Las secuelas de la crisis y los retos económicos de Estados Unidos en el medio plazo

La economía estadounidense ha atravesado tres fases cíclicas en los últimos 15 años, como se puede ver en el Gráfico 5, donde se desglosan también las contribuciones al crecimiento de los componentes del PIB por el lado de la demanda. A mediados de 2001 se inició una fase expansiva que se prolongó hasta diciembre de 2007, con una duración de 25 trimestres, superior a la media de las fases expansivas acaecidas tras la Segunda Guerra Mundial, y con un crecimiento medio cercano al 3 por 100 trimestral anualizado.

Este crecimiento se apoyó en determinados elementos, como el sobredimensionamiento de los sectores financiero e inmobiliario, el crecimiento excesivo

del precio de la vivienda y el sobreendeudamiento de hogares y sociedades, que favorecieron un aumento del consumo privado superior al de la renta disponible, dejando a la tasa de ahorro en niveles mínimos, un avance de la inversión residencial muy por encima de su norma histórica y un elevado déficit de la balanza por cuenta corriente. Esta etapa de crecimiento, basada en factores de difícil sostenibilidad, generó notables desequilibrios en el plano económico y financiero, que terminaron desembocando en una crisis financiera, de dimensiones globales, y una etapa recesiva que se prolongó durante 2008 y la primera mitad de 2009, y en la que el PIB disminuyó un 4,3 por 100, muy por encima de recesiones previas, y en la que solo el gasto público y las exportaciones netas registraron contribuciones positivas. Es por ello que en la literatura económica esta etapa se conoce como la «Gran Recesión».

Apoyada en la respuesta inmediata (monetaria, fiscal y financiera) a la crisis, la economía estadounidense inició una nueva fase expansiva en el tercer trimestre de 2009, que está resultando ser larga, pero con un crecimiento medio del 2,3 por 100 en tasa trimestral anualizada, por debajo de la media histórica. Este escaso dinamismo se explica en parte por la necesidad de corregir los desequilibrios generados antes de la crisis, y también algunos que fueron resultado de la propia crisis y de la respuesta de las políticas. Así la contribución negativa del gasto público al crecimiento que se aprecia en el Gráfico 5 es consecuencia de una política fiscal necesariamente restrictiva. Conviene hacer un repaso de los principales desequilibrios de la economía de Estados Unidos.

Como se ha señalado al principio de este apartado, entre 2001 y 2005 la inversión residencial (un tipo de inversión que ralentiza el crecimiento de la productividad) aumentó considerablemente en porcentaje del PIB, para descender con rapidez en la etapa de ajuste, hasta situarse muy por debajo de su media histórica, donde aún permanece, según se aprecia en el Gráfico 6. Ligado al ciclo alcista de la inversión residencial, se produjo un fuerte aumento de los precios

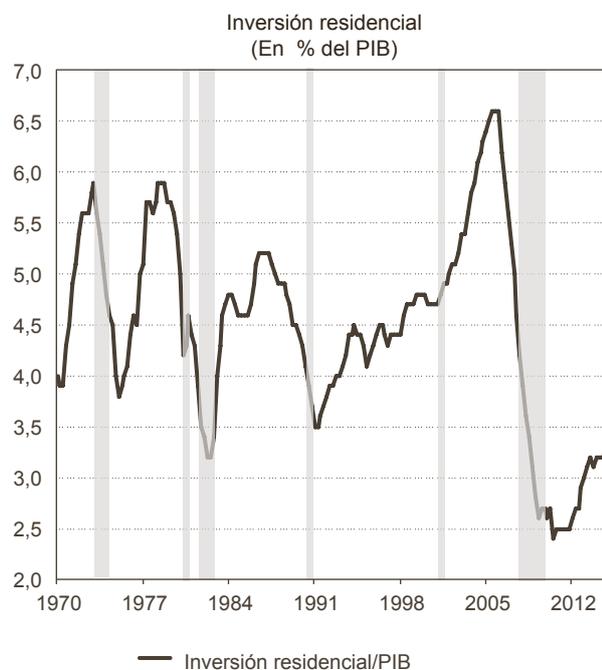
de la vivienda hasta alcanzar un máximo en la primavera de 2006, y una posterior caída que se prolongó hasta el invierno de 2012 y que supuso una corrección del 43 por 100 en términos reales. Desde entonces se ha producido una recuperación de los precios que, de acuerdo con las medidas habituales<sup>4</sup>, estarían en valores cercanos al de equilibrio. El avance de los precios se explica, en parte, por la evolución favorable del índice de accesibilidad, recogido también en el Gráfico 6, que afecta de forma retardada a la demanda de vivienda, y que se mantiene muy por encima de su media histórica, principalmente por los bajos tipos de interés de los préstamos hipotecarios. Más allá de sus efectos sobre la inversión residencial, la evolución de los precios de la vivienda tiene efectos sobre el consumo privado, a través de la riqueza y de la tasa de ahorro.

El déficit de la balanza por cuenta corriente aumentó de forma constante durante casi dos décadas hasta situarse por encima del 6 por 100 del PIB en 2006, como se observa en el Gráfico 7. Durante el breve pero intenso período recesivo, la necesidad de financiación de la economía se redujo en unos 3 pp del PIB lo que, desde el punto de vista interno, fue resultado de un aumento de la capacidad de financiación del sector privado (un mayor ahorro y una menor inversión residencial), compensado, en parte, por una mayor necesidad de financiación del sector público. Durante la fase expansiva más reciente, la necesidad de financiación del sector público ha disminuido notablemente contribuyendo a una reducción adicional del déficit por cuenta corriente, que en porcentaje del PIB se ha situado en uno de los registros más reducidos desde mediados de los años noventa. Desde el punto de vista de los componentes de la balanza por cuenta corriente, parte importante de la reducción más reciente del déficit se debe al fuerte incremento de la producción de petróleo y gas, pues aunque el déficit comercial de bienes excluido el petróleo ha retornado a los niveles de 2006,

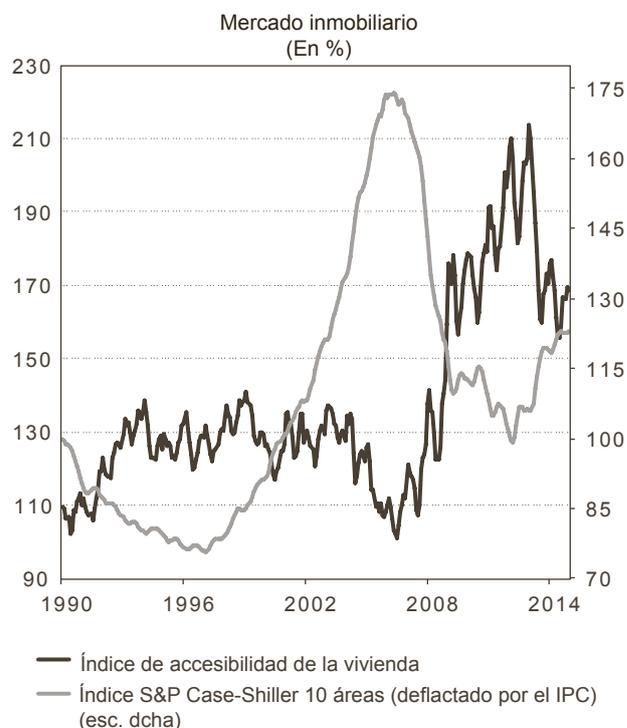
<sup>4</sup> Comparados con el pago de alquileres y la renta personal disponible.

GRÁFICO 6

INVERSIÓN RESIDENCIAL Y MERCADO INMOBILIARIO



FUENTE: Bureau of Economic Analysis.



FUENTE: Standard and Poor's y National Association of Realtors (NAR).

impulsado por la reciente apreciación del dólar, el saldo negativo correspondiente a productos petrolíferos ha registrado un notable descenso.

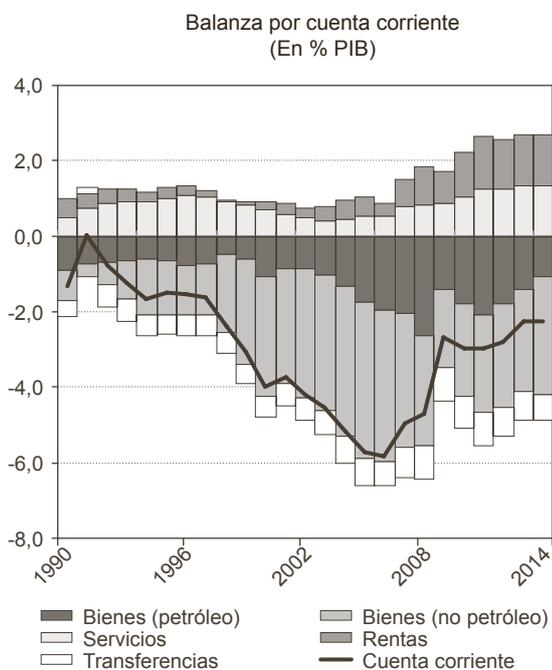
En el Gráfico 7 se recoge también la evolución del endeudamiento de los hogares, medido en porcentaje de su renta disponible. Desde que se iniciara la crisis, la ratio de deuda de los hogares ha disminuido hasta quedar situada en un nivel similar al registrado en 2002 (como lo ha hecho el endeudamiento de las sociedades no financieras), y este *proceso de desapalancamiento*, junto a los bajos tipos de interés, ha permitido que la carga financiera como porcentaje de la renta disponible se sitúe en un mínimo histórico.

A pesar de la recuperación experimentada en los años más recientes, la economía estadounidense aún

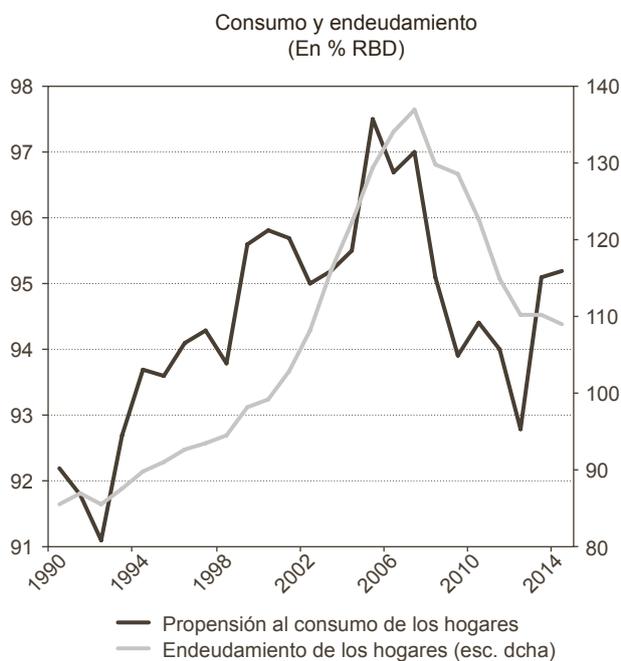
no se ha repuesto totalmente del fuerte golpe que supusieron la crisis financiera y la gran recesión que la acompañó. Aunque los desequilibrios y desajustes que abocaron a la crisis se han corregido en buena medida, lo que proporciona una base más sólida para el crecimiento, aún queda tarea por hacer, en particular, en lo que se refiere a la implementación de la reforma financiera. Además, la crisis deja legados, como el elevado endeudamiento del sector público que, sumados a ciertos cambios estructurales relevantes —una demografía menos favorable, menores ganancias de productividad, una distribución más desigual de la renta, pero también una mayor producción de energía—, definen un conjunto de retos a los que las autoridades económicas —y la sociedad en su

GRÁFICO 7

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y CONSUMO Y ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES



FUENTE: US. Bureau of Economic Analysis.



FUENTE: Reserva Federal y Bureau of Economic Analysis.

conjunto— deben enfrentarse para asentar una senda de crecimiento elevado y sostenible. A estos retos se dedican los siguientes subapartados<sup>5</sup>.

**La conducción de las finanzas públicas a una senda sostenible, en un contexto de crecientes gastos sanitarios y en pensiones**

Entre 2009 y 2012, en parte como consecuencia de la crisis financiera, el Gobierno federal registró los mayores déficits fiscales, en términos de PIB, desde el final de la Segunda Guerra Mundial, como se recoge

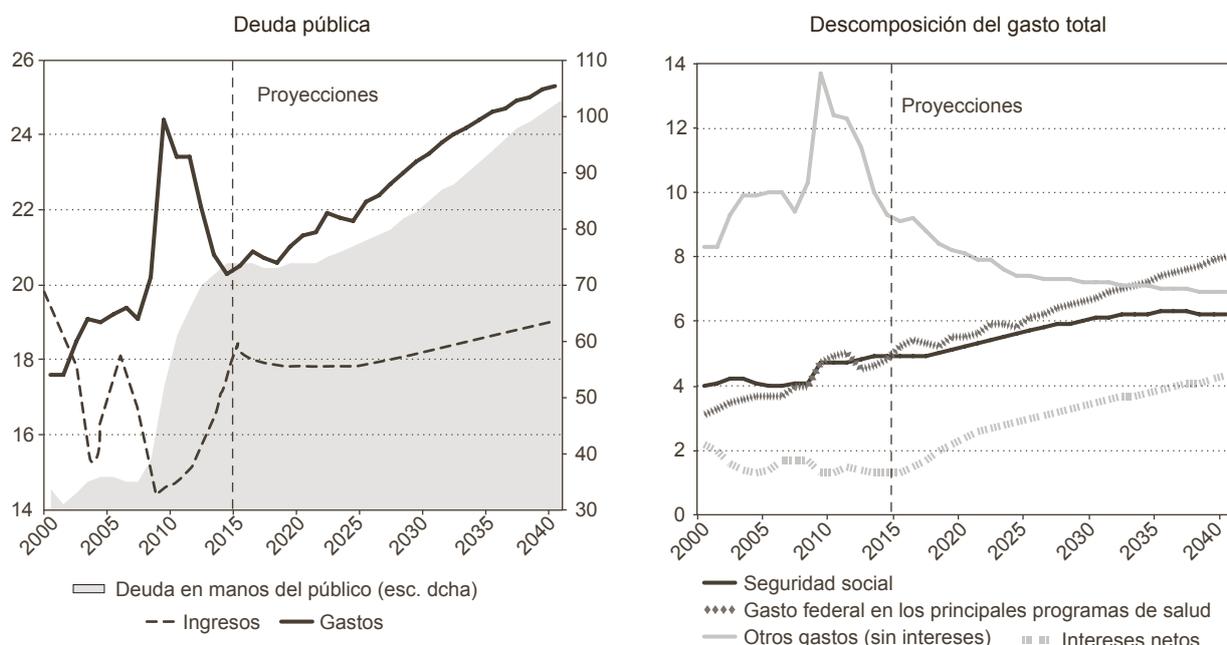
en el Gráfico 8, provocando un notable aumento de la deuda pública federal (del 35,2 por 100 al 70,4 por 100).<sup>6</sup> Además, desde que el Partido Demócrata perdiera la mayoría en la Cámara de Representantes, en noviembre de 2010, tanto la aprobación de los presupuestos anuales como la elevación periódica del techo de la deuda han estado sujetas a procesos de negociación muy complejos, y se han saldado con acuerdos en el último momento (julio/agosto de 2011, diciembre de 2012, octubre de 2013, diciembre de 2014), llegando a provocar el cierre parcial de la Administración federal durante 15 días en octubre de 2013. Más allá de

<sup>5</sup> Otros factores que determinarán el comportamiento de la economía estadounidense en el más corto plazo, como la salida de la política monetaria ultra expansiva de la Reserva Federal, no se tratan en este artículo.

<sup>6</sup> La deuda pública federal en manos del público incluye todos los títulos del Gobierno federal en manos de agentes distintos del Gobierno federal: individuos, empresas financieras y no financieras, Reserva Federal, no residentes, y Gobiernos estatales y locales.

GRÁFICO 8

DEUDA, GASTOS E INGRESOS PÚBLICOS Y DESCOMPOSICIÓN DEL GASTO TOTAL (En % PIB)



FUENTE: Congressional Budget Office.

los efectos negativos sobre la actividad, resultado de la incertidumbre previa y de la fuerte contracción fiscal resultante, los acuerdos alcanzados tras los sucesivos *impasse*<sup>7</sup>, junto con la recuperación económica y los bajos tipos de interés, explican la notable reducción del déficit público en los últimos años, la mayor desde el final de la Segunda Guerra Mundial, y el que se proyecten déficits reducidos (2,5-3 por 100 del PIB) hasta 2018.

Sin embargo, a partir de 2019 el déficit público volverá a aumentar, debido principalmente, como también se recoge en el Gráfico 8, al incremento del gasto

en los programas sanitarios federales que, según proyecciones de la Oficina del Presupuesto del Congreso (CBO por sus siglas en inglés; CBO, 2015a), pasará del 5,2 por 100 del PIB, en 2015, al 8 por 100 en 2040, y a los pagos por intereses de la deuda pública, a medida que los tipos de interés retornen a niveles más normales. Y todo ello pese a que el gasto discrecional, que ha sido el objeto de los ajustes aprobados en los acuerdos de los últimos años (y que presenta el mayor multiplicador), se mantiene en niveles mínimos históricos en términos de PIB.

En suma, la CBO proyecta que en 2040 el gasto público federal se situará en el 25,3 por 100 del PIB (frente a la media de 20,5 por 100 de los últimos 40 años) y que los ingresos públicos llegarán al 19,4 por 100 del PIB (frente una media anterior del 17,5 por 100), de

<sup>7</sup> Recogidos en cuatro leyes principales: *Budget Control Act*, 2011; *American Taxpayer Relief Act*, 2012; *Bipartisan Budget Act*, 2013 y *Agricultural Act*, 2014. El 77 por 100 de los ahorros procede de reducciones de gastos y el 23 por 100 de aumentos de ingresos.

forma que el déficit público alcanzará el 5,9 por 100, el mayor desde la Segunda Guerra Mundial (excluyendo los años de la crisis financiera). Por su parte, la deuda pública federal se situaría en una senda de insostenibilidad, superando el 100 por 100 del PIB. Los elevados niveles de deuda y déficit públicos proyectados son preocupantes por sus potenciales efectos negativos sobre la inversión privada (*crowding-out*) y porque limitan la posibilidad de utilizar la política fiscal como mecanismo de estabilización frente a *shocks* y los desequilibrios exteriores.

Para que las cuentas públicas se sitúen en una senda sostenible en el largo plazo, será preciso reconducir los gastos derivados de los distintos programas sanitarios (FMI, 2013), aumentar los ingresos públicos en mayor medida de lo previsto o una combinación de ambos tipos de medidas. La magnitud de los ajustes necesarios dependerá de si la ralentización que se ha observado en los gastos sanitarios per cápita desde 2009 es transitoria o permanente, sobre lo que existen notables discrepancias entre los analistas. Asimismo, es importante el nivel de deuda pública al que se considere adecuado converger y el ritmo al que se haga —una reducción rápida tendrá efectos positivos sobre la credibilidad pero negativos sobre la actividad—. A pesar de que lo óptimo sería tomar estas decisiones lo antes posible, será difícil que se alcance un compromiso sobre la composición del ajuste fiscal pendiente (menores gastos y/o mayores ingresos) en el corto plazo, dado el elevado enfrentamiento político y la expectativa de que los déficits públicos se mantengan contenidos en los próximos años.

### La configuración de un sistema financiero más estable

La crisis económica y financiera global —cuyo primer foco fue el estallido de las hipotecas *subprime* en EE UU— llevó al borde del colapso a amplios segmentos de los mercados financieros internacionales y obligó a las autoridades económicas a desplegar

un amplio abanico de medidas de urgencia con el fin de evitar el hundimiento inicial de los mercados. En Estados Unidos la provisión extraordinaria de liquidez por parte de la Reserva Federal, el programa de recapitalización de entidades bancarias (TARP), la intervención de las agencias de titulización hipotecaria, y los programas de modificación y refinanciación de hipotecas fueron fundamentales para superar la crisis.

Pero más allá de la respuesta paliativa, la crisis dejó al descubierto importantes deficiencias en la regulación y supervisión del sistema financiero a escala global, que dieron lugar a una asunción excesiva de riesgos y que exigían cambios profundos. Una vez superada la fase más aguda de la crisis, se abrió un profundo debate sobre qué reformas introducir en la regulación para evitar nuevas crisis o para mitigar sus efectos en caso de que tuviesen lugar. Este debate se articuló en un doble nivel: cambios en las legislaciones nacionales y avances en el establecimiento de un marco regulatorio común en el plano internacional.

En Estados Unidos la reforma se abordó con un enfoque amplio, que afectó a gran parte del sistema financiero. El principal resultado fue la aprobación de la llamada *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*<sup>8</sup>, en julio de 2010, cuyos objetivos son preservar la estabilidad financiera en Estados Unidos, controlar los problemas derivados de la existencia de entidades sistémicas, evitar que los contribuyentes asuman los costes de rescate de las entidades financieras y proteger a los consumidores de las prácticas abusivas.

Uno de los pilares de la ley *Dodd-Frank* es el nuevo diseño institucional para las tareas de regulación y supervisión del sistema financiero, con la creación de dos nuevos organismos —el Consejo de Estabilidad Financiera y la Agencia de Protección al Consumidor— y una asignación más clara de competencias entre las distintas agencias, a escala federal y estatal. El nuevo marco amplía las competencias de la Reserva Federal

<sup>8</sup> Un análisis de esta reforma y de sus objetivos puede encontrarse en GONZÁLEZ MOTA y MARQUÉS (2010).

en el ámbito de regulación y supervisión, si bien limita el grado de discrecionalidad con el que cuenta para proveer financiación extraordinaria o garantías a una entidad en caso de crisis. Cabe notar que esta limitación, de haber estado vigente en el momento álgido de la crisis, habría dificultado la decisiva actuación de la Reserva Federal ante el desplome de liquidez en numerosos mercados.

En cuanto al sistema bancario, la reforma limita los riesgos que pueden asumir las entidades y trata de minimizar el coste de potenciales quiebras para el contribuyente. Para ello, se ha aprobado un nuevo procedimiento de resolución que evita la liquidación de una entidad por la legislación general de quiebras si ello supone riesgos para la estabilidad financiera. También hay un conjunto de medidas orientadas a reducir los riesgos asociados a la actividad de las entidades sistémicas (entre ellas, unos requerimientos adicionales de capital y liquidez). Finalmente, se ha introducido la llamada *Volcker Rule*, que prohíbe a las entidades bancarias que captan depósitos cubiertos por el fondo de garantía de depósitos la realización de operaciones por cuenta propia, *proprietary trading*, como la compraventa a corto plazo de títulos y derivados, si bien permite las transacciones con deuda pública estadounidense y las actividades de cobertura y creación de mercado.

La reforma *Dodd-Frank* también ha incidido sobre la regulación y supervisión de los mercados y agentes más relacionados con la crisis financiera, como el mercado de titulaciones (mejorando los incentivos para originadores y colocadores) y los mercados de derivados (con un nuevo marco institucional para su supervisión y la introducción de nuevos requerimientos de capital y de cobertura de posiciones). En cuanto a las agencias de *rating*, se introducen normas para mejorar sus controles internos y evitar los conflictos de intereses.

En definitiva, la reforma supone una transformación profunda del funcionamiento del sistema financiero en Estados Unidos y contribuye a aclarar el panorama regulatorio al que se enfrentan las entidades financieras en ese país. Sin embargo, también suscita importantes

incertidumbres, relacionadas con la complejidad de su implementación —de hecho, su desarrollo legislativo no ha concluido—; además, la estimación de su impacto sobre el funcionamiento del sistema financiero y, en particular, sobre el sistema bancario entraña una enorme dificultad. Por otra parte, aunque la reforma está en sintonía con las principales recomendaciones del G20 y con los acuerdos sobre regulación financiera alcanzados en el *Financial Stability Board* (FSB), en algunos aspectos se ha anticipado a los posibles acuerdos, en detrimento de la armonización con otros países, lo que puede dar lugar a fricciones posteriores a nivel internacional. Por último, a pesar de su amplitud, la reforma *Dodd-Frank* tiene lagunas que, en algunos casos, como la regulación de algunas parcelas del sistema financiero en la sombra (*shadow banking*) o de las agencias públicas de titulización hipotecaria, resultarán enormemente complejas de rellenar.

En síntesis, el origen financiero de la reciente crisis global ha dado lugar a un *tsunami* regulatorio, una avalancha de reformas en la regulación y supervisión del sistema financiero, que ha combinado iniciativas nacionales con un fuerte impulso de coordinación internacional. Estados Unidos ha ejercido, también en este ámbito, un papel de liderazgo y ha promovido una profunda transformación del marco normativo en el que se desenvuelve su sistema financiero. Aunque quedan todavía áreas pendientes de reforma y coordinación internacional, y la implementación será laboriosa, el proceso de reformas ha contribuido a reforzar la solidez del sistema financiero estadounidense, reduciendo la probabilidad de crisis y mitigando sus costes en caso de que finalmente ocurran<sup>9</sup>.

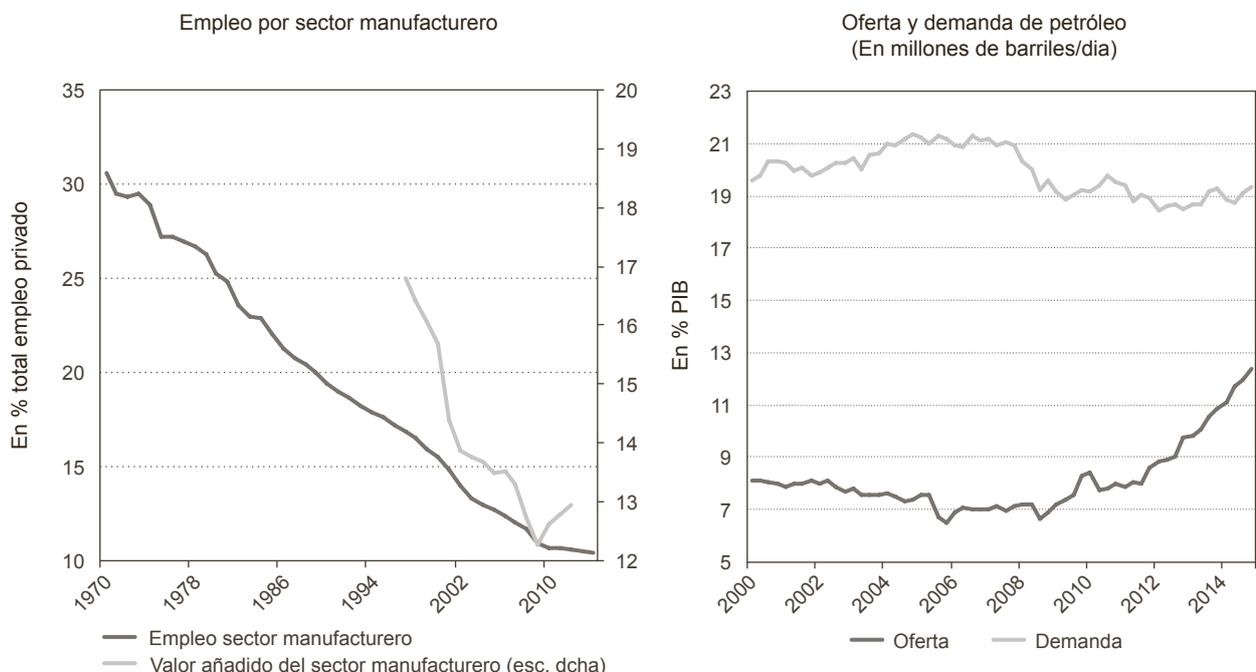
## El renacimiento de las manufacturas y la energía

En el rebote de la producción manufacturera de Estados Unidos tras la crisis, que ha sido inusual en términos históricos, como se observa en el Gráfico 9,

<sup>9</sup> Una valoración detallada de la situación actual del proceso de reformas puede encontrarse en FMI (2015a).

GRÁFICO 9

EMPLEO POR SECTOR MANUFACTURERO; OFERTA Y DEMANDA DE PETRÓLEO



FUENTE: Bureau of Labor Statistics y Bureau of Economic Analysis.

FUENTE: Agencia Internacional de la Energía.

han confluído varios factores de impulso: *i)* el *boom* del sector energético, que ha reducido los costes internos de la energía, especialmente para los sectores intensivos en gas natural, como plásticos y químicos, y ha estimulado una mayor demanda de bienes intermedios y de inversión; *ii)* el menor incremento de salarios, en relación con otros sectores de la economía; y, *iii)* el incremento de los costes laborales en los países emergentes. Sin embargo, aunque el liderazgo de Estados Unidos en algunos sectores industriales es claro (como el aeroespacial y la maquinaria industrial), hay factores que obligan a moderar al optimismo sobre el futuro de las manufacturas y su capacidad de palanca sobre la economía de Estados Unidos (FMI, 2013). De hecho, su impacto sobre el empleo es reducido porque se trata de sectores cada vez menos intensivos en el factor

trabajo: el Gráfico 9 muestra cómo a finales de los años setenta el empleo en el sector suponía más de un 25 por 100 del empleo total, mientras que actualmente es solo ligeramente superior al 10 por 100. Además, la fortaleza del dólar dificultará la evolución del sector manufacturero en el corto plazo.

En el sector energético el renacimiento es más claro. La producción interna de energía (petróleo, gas natural y energías renovables) ha experimentado un fuerte aumento, relacionado con avances tecnológicos y con los elevados precios de estos productos. Los avances en la tecnología de extracción de petróleo y de gas natural de las formaciones rocosas (*horizontal drilling* y *hydraulic fracturing technology*) han hecho que ese tipo de extracción sea competitiva con otras tecnologías, revirtiendo la caída de la producción que se venía observando en las últimas

décadas, como consecuencia del agotamiento de los depósitos convencionales. El aumento de la producción ha tenido efectos directos modestos sobre el PIB y el empleo agregados, aunque las implicaciones para los precios internos del gas natural (sujeto a restricciones tecnológicas para su exportación) y los precios del petróleo, que han experimentado una fuerte caída desde mediados de 2014 a nivel internacional, han sido significativas (Nuño, 2015).

A la mayor producción de energía se ha unido una menor demanda relativa, por la disminución de la intensidad energética<sup>10</sup>, lo que ha producido cambios sustanciales en la dependencia energética de Estados Unidos en los últimos años. El saldo exterior energético o la diferencia entre oferta y demanda de petróleo, como figura en el Gráfico 9, ha disminuido, reduciendo la exposición a *shocks* negativos de oferta procedentes del exterior, pues los cambios de precios relativos suponen una transferencia de renta entre agentes de la economía americana, en lugar de una transferencia al exterior. También cabe esperar una menor volatilidad del precio del petróleo, pues la producción en Estados Unidos es más estable que en otras regiones por razones geopolíticas.

Las proyecciones de la Agencia Internacional de la Energía apuntan a que la producción de petróleo puede seguir aumentando hasta el año 2019, para luego reducirse lentamente. No obstante, existen incertidumbres sobre esta tecnología y sobre la cantidad de petróleo y gas natural acumulado en estas formaciones y el ritmo al que se agotan. La viabilidad económica de los proyectos de inversión es también incierta, pues la producción tiene elevados costes marginales, la deuda acumulada para su financiación es elevada y la exportación de petróleo crudo está limitada, permitiéndose solo la de productos refinados. Además, las preocupaciones medioambientales son elevadas. En el caso de la extracción de gas el panorama es más

<sup>10</sup> La reducción de la dependencia energética en los últimos 15 años refleja la menor importancia relativa del sector manufacturero —a pesar de su dinamismo en la reciente fase expansiva— y la sustitución del petróleo por otro tipo de energía.

halagüeño, especialmente si se conceden más permisos para la exportación de gas líquido.

### La reversión del descenso en el crecimiento potencial

La mayoría de los analistas coinciden en que la economía estadounidense presenta una elevada brecha de producción negativa<sup>11</sup>, que se irá reduciendo progresivamente durante los próximos años, en la medida en que se prolongue el actual ciclo expansivo y el PIB siga creciendo por encima de su tasa de crecimiento potencial<sup>12</sup>. A pesar de que las estimaciones del crecimiento potencial están sujetas a controversia, dado el carácter procíclico que suelen tener y la dificultad de estimarlo en tiempo real, el consenso de analistas apunta a que el crecimiento potencial de la economía estadounidense estaría situado ligeramente por encima del 2 por 100<sup>13</sup>.

Aunque la recuperación de la inversión aumentará el capital (que aún así crecería a tasas inferiores a las previas a la crisis) y cabe esperar cierta mejora en la productividad del trabajo<sup>14</sup>, el crecimiento de este factor será menor que en décadas anteriores, por los desarrollos demográficos (menor crecimiento de la población<sup>15</sup> y reducción de su tasa de participación, a medida que envejece) y por la estabilización de la tasa de participación femenina, tras los fuertes incrementos registrados entre los años sesenta y mediados de

<sup>11</sup> La CBO (CBO, 2015) y el FMI (ALICHI, 2015) sitúan la brecha de producción en el -2 por 100 del producto potencial al cierre de 2014.

<sup>12</sup> El producto potencial se define como el nivel de producto sostenible que recoge la evolución de los factores productivos disponibles (trabajo y capital) y la tecnología para combinarlos (productividad total de los factores).

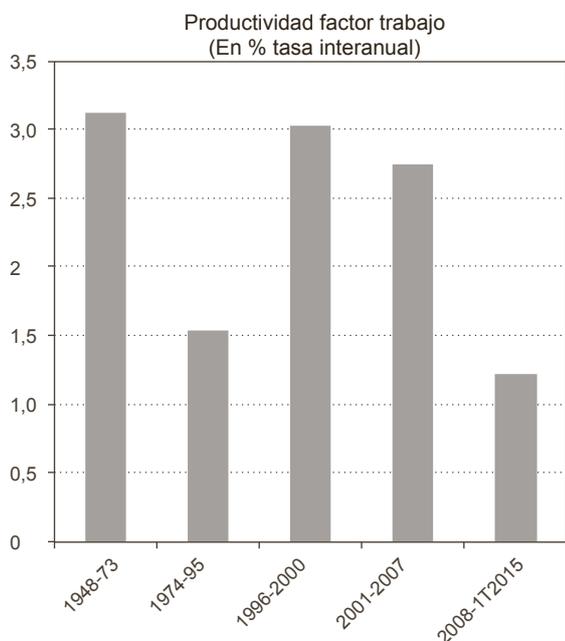
<sup>13</sup> El CEA (*Council of Economic Advisers*) lo sitúa en el 2,3 por 100, el FOMC de la Reserva Federal en el intervalo 2-2,3 por 100, el CBO en el 2,2 por 100 y el *Blue Chip Consensus* en el 2,3 por 100.

<sup>14</sup> Para una descripción de la evolución de la productividad del trabajo en las últimas décadas en EE UU, véase GORDON (2014).

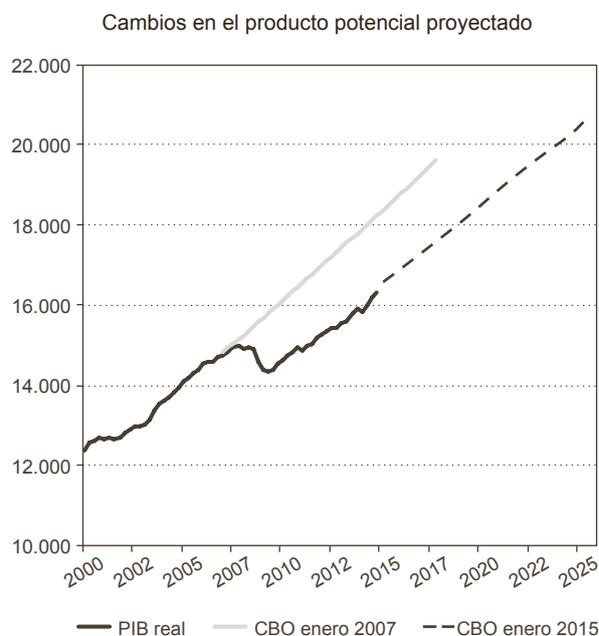
<sup>15</sup> Según las estimaciones del Census Bureau (COLBY y ORTMAN, 2015), el crecimiento de la población en 2060 será la mitad que el actual, por el descenso de la natalidad y el aumento de mortalidad. Se espera un menor avance de la inmigración legal.

GRÁFICO 10

PRODUCTIVIDAD DEL FACTOR TRABAJO Y CAMBIOS EN EL PRODUCTO PROYECTADO



FUENTE: Bureau of Labor Statistics.



FUENTE: Bureau of Economic Analysis y Congressional Budget Office.

los años noventa<sup>16</sup>. Por tanto, el crecimiento potencial será notablemente inferior al registrado en la década de los noventa y algo inferior al de los primeros años del Siglo XXI —cuando se produjo una mejora temporal en el crecimiento de la productividad, por el efecto de Internet y la mejora en el capital humano—, pero superior al registrado durante la crisis financiera y la posterior recuperación (2008-2014), como se recoge en el Gráfico 10 (CBO, 2014b).

Este menor crecimiento potencial proyectado para el medio plazo tiene importantes implicaciones para las políticas económicas, pues dificulta la reducción del

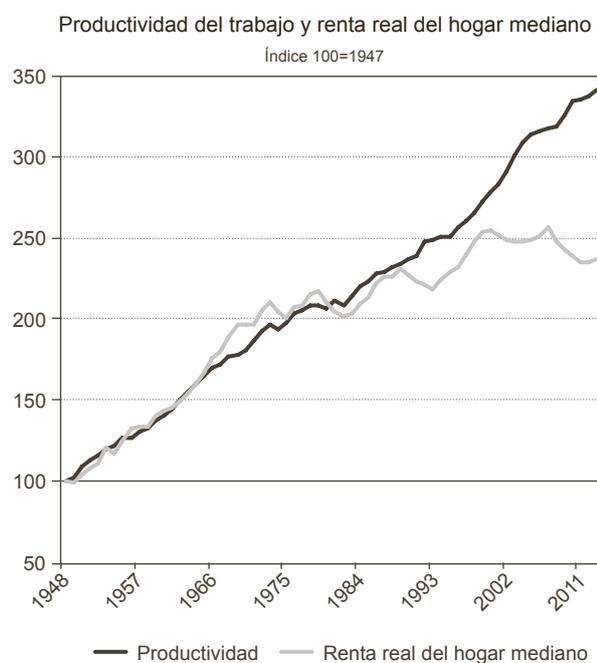
endeudamiento y, al conducir a menores tipos de interés reales de equilibrio, hace más probable la incidencia del problema del límite inferior a los tipos de interés oficiales (*zero lower bound*), en caso de recesión económica.

El abanico de medidas que se pueden utilizar para elevar el crecimiento potencial de la economía estadounidense es amplio, empezando por las políticas de demanda, para evitar los efectos histéresis en el mercado de trabajo y para aumentar la inversión (FMI, 2015b). La inversión en infraestructuras, la reforma del impuesto de sociedades y la reducción del déficit público son relevantes para estimular la inversión. También son deseables políticas para aumentar la productividad, que mejoren la formación, y elevar la tasa de participación, especialmente para mujeres y trabajadores de edades más elevadas. Asimismo, son importantes

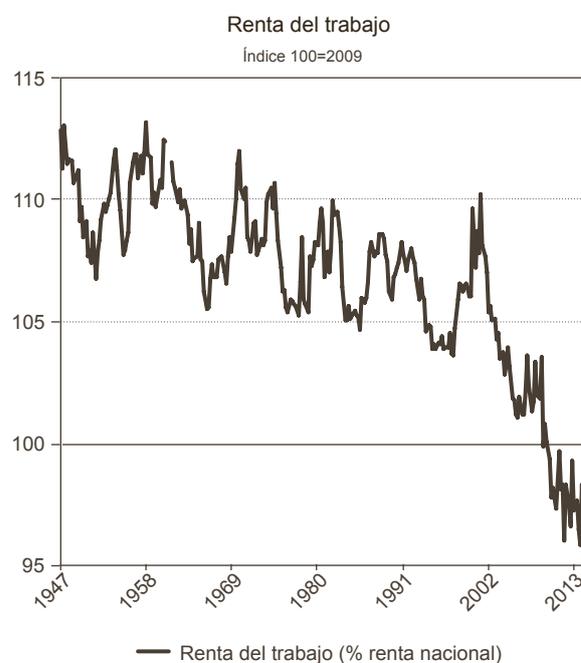
<sup>16</sup> La tasa de participación disminuyó en más de 4 puntos porcentuales de 2000 a 2014. La mayoría de los trabajos apuntan que al menos la mitad de la caída se explica por factores demográficos (BALAKRISHNAN *et al.*, 2015).

GRÁFICO 11

## EVOLUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD Y RENTA DEL TRABAJO, 1948-2013



FUENTE: Economic Policy Institution (EPI).



FUENTE: Bureau of Labor Statistics.

los acuerdos comerciales que se están negociando con la zona euro (*Transatlantic Trade and Investment Partnership*, TTIP) y países del Pacífico (*TransPacific Partnership*, TPP).

### La reducción de la desigualdad y el fortalecimiento de las clases medias

En los últimos años, la evolución de la desigualdad en la distribución de la renta y la riqueza se ha convertido en un foco de atención, en parte por el aumento de la misma en las economías avanzadas —en Estados Unidos en particular—, pero también por el creciente consenso en torno a los efectos desfavorables de la desigualdad sobre el crecimiento económico y la estabilidad financiera (Estrada *et al.*,

2015). Este debate ha puesto de manifiesto la importancia de la reducción de la desigualdad como objetivo de la política económica.

En 2013, la renta real del hogar mediano<sup>17</sup> estadounidense se situó en su mínimo desde 1996, tras caer un 8,1 por 100 entre 2007 y 2012. En realidad, esta variable ya experimentó una desaceleración a principios de los años setenta, como se observa en el Gráfico 11, alejándose de los avances del período 1948-1972, caracterizado por el fuerte aumento de

<sup>17</sup> El hogar mediano es aquel que se encuentra en el centro de la distribución de la población por renta (es decir, tiene más renta que la mitad de la población con menos renta, y menos renta que la mitad de la población con más renta). El índice de Gini, la medida de desigualdad de la renta más utilizada, pondera sobre todo a los individuos que se encuentran en el centro de la distribución.

la productividad y de la participación femenina, y por una distribución relativamente igualitaria de la renta entre los hogares. La caída de la renta del hogar mediano desde principios de los años setenta se puede atribuir a cuatro factores: *i)* menor crecimiento de la productividad; *ii)* crecimiento de los salarios reales inferior a la productividad, con caída en la participación de las rentas laborales en el PIB, desde principios de siglo; *iii)* reducción de la ratio entre la renta mediana de los hogares y su media, reflejando una distribución de la renta más desigual<sup>18</sup>; y *iv)* mayor crecimiento de los precios de consumo en relación con el deflactor del PIB (en parte, por el incremento del precio relativo de la energía y la sanidad).

En los años 1973-1995, la desaceleración de la productividad quedó parcialmente atenuada por el aumento de la participación femenina. Posteriormente, entre 1995 y 2014, el avance de la productividad mejoró, aunque sin alcanzar las tasas del período 1948-1972, pero la tasa de participación se redujo, especialmente entre la población masculina, por la jubilación de la generación de *baby-boomers*. No obstante, en los años previos a la crisis las bajas tasas de paro y la expansión del crédito atenuaron la percepción de desigualdad en la renta, al permitir un consumo mayor.

En los próximos años, la tasa de crecimiento de la renta real del hogar mediano podría elevarse por encima de la observada en el período 1973-2013, reflejando la incidencia de factores temporales, como la caída del precio de la energía y la recuperación del mercado de trabajo. Sin embargo, para que ese avance se consolidase tendrían que producirse cambios estructurales más profundos. Medidas como la expiración

parcial, a principios de 2013, de los recortes impositivos aprobados por el presidente Bush, que han aumentado el tipo impositivo medio de los contribuyentes con rentas más elevadas, van en la línea de una mayor igualdad en la distribución de la renta. También se enmarcan en esa línea las propuestas de elevación del salario mínimo (PIIE, 2015) o las presentadas por el presidente Obama en su último discurso sobre el Estado de la Unión, como el aumento de impuestos sobre el 1 por 100 más rico de la población y sobre las entidades financieras, con el fin de reducir la presión impositiva sobre la clase media y aumentar el gasto público que la beneficia.

#### 4. Los retos de Estados Unidos como líder global

En el apartado anterior se han repasado algunos de los principales retos que tiene planteados Estados Unidos para alcanzar un crecimiento económico elevado y sostenible en el medio y largo plazo, como base para continuar ejerciendo un papel de liderazgo en el orden económico internacional. La fortaleza económica de Estados Unidos descansa en una serie de características —la calidad de las instituciones económicas (el respeto al derecho de propiedad y a las leyes), el pragmatismo de los responsables de la política económica y la flexibilidad de la economía y de su mercado de trabajo— que explican que la recuperación experimentada tras la recesión de 2008 y 2009, aunque débil, haya sido más firme que la de otras economías desarrolladas. Las medidas monetarias, fiscales y bancarias adoptadas a raíz de la crisis muestran cómo la adhesión al «principio de economía de mercado» no ha impedido la intervención decidida de sus autoridades para corregir comportamientos o resultados no deseados, a pesar de las fuertes discrepancias que existen entre sus ciudadanos sobre el papel y el tamaño óptimos del Gobierno.

La diversificación de la economía y la capacidad de adaptación rápida a los cambios y a las innovaciones

<sup>18</sup> Entre los factores explicativos de este aumento en la desigualdad salarial se suelen mencionar: la globalización, el desarrollo tecnológico y la reducción del poder de los sindicatos. Otro factor es la polarización del mercado de trabajo: en las últimas décadas, los niveles de cualificación de la oferta de trabajo han aumentado a un ritmo menor que su demanda, lo que ha producido un aumento en los salarios relativos de los trabajadores de mayor cualificación; por otro lado, entre los trabajadores de baja cualificación, la mayor demanda se ha visto compensada por una mayor oferta, sin impacto en sus salarios relativos (véase BERGANZA, 2014).

(en un entorno que incentiva particularmente su aparición) son activos fundamentales para enfrentar un futuro con perspectivas de crecimiento más bajas y una serie de retos, como los descritos en el apartado anterior, aún por acometer. La estabilidad política y la existencia de mecanismos federales de redistribución juegan asimismo a favor de un crecimiento estable. En definitiva, Estados Unidos dispone de las bases para seguir ocupando una posición de liderazgo en la economía mundial y, en particular, para seguir respaldando el papel del dólar como la principal divisa de reserva internacional.

No obstante, la fortaleza económica es sólo una condición necesaria, no suficiente, para mantener un liderazgo global. Como se ha comentado en el segundo apartado, el Siglo XX se cerró con Estados Unidos como poder hegemónico en el terreno económico y en el financiero (además de en otros ámbitos, como el militar). Sin embargo, ya estaban operando una serie de tendencias, que afloraron de forma mucho más explícita en la primera década del Siglo XXI, anunciando la llegada de un nuevo orden. Por una parte, la globalización económica se hizo evidente, así como la emergencia de China y de otros países en desarrollo como actores decisivos en un mundo cada vez más interconectado comercialmente. Por otra, la globalización financiera, al hilo del proceso de desregulación que tuvo lugar en Estados Unidos a finales de los años noventa, se intensificó notablemente, sobre la base de la preponderancia del dólar y del libre juego de las fuerzas del mercado.

La crisis económica y financiera de 2008 fue el revulsivo que terminó de establecer, de manera abrupta, ese cambio en el orden global. En primer lugar, por su fuerte impacto económico en Estados Unidos, epicentro de la crisis, muy superior al que tuvo sobre China y otros países emergentes, que apenas experimentaron la Gran Recesión. En segundo lugar, porque las interconexiones financieras, en un sistema con pocos colchones —o *buffers*— y cortafuegos, hicieron que la crisis originada en Estados Unidos se extendiera

rápidamente a otros sistemas financieros, provocando además una notable volatilidad en los flujos internacionales de capitales y en los tipos de cambio (efectos *spillover*), volatilidad que se ha prolongado en el tiempo, con efectos perturbadores para la estabilidad financiera en las economías emergentes.

La emergencia de otros países con peso económico significativo, y la intensidad de los efectos *spillover* tanto económicos como financieros, han puesto de manifiesto la necesidad de una mayor cooperación entre autoridades económicas y la de construir colchones o redes de seguridad a nivel internacional, que proporcionen ayuda financiera a los países que puedan verse afectados por esos efectos sistémicos. En este contexto, los principales países emergentes quieren que su relevancia sea reconocida formalmente en las estructuras de la gobernanza global. Estas, por su parte, se han ido reforzando. El creciente protagonismo de nuevas —o renovadas— instituciones multilaterales, como el FSB (en todo lo que se refiere al orden financiero internacional) y el G20 (como organismo de cooperación entre Gobiernos al máximo nivel ilustran la importancia del nuevo orden económico global, en el que el Fondo Monetario Internacional (FMI o Fondo) ha reforzado también su protagonismo, como institución central del sistema monetario internacional, proporcionando un apoyo fundamental al G20 en este ámbito.

La calidad e importancia del liderazgo que Estados Unidos tenga en este nuevo contexto dependerá de su actitud como líder. Actuar en un contexto más multipolar requerirá dar el peso adecuado a los intereses de otros países —que pueden verse afectados por las acciones de Estados Unidos— y utilizar más el poder de persuasión, la autoridad para imponer de manera no coercitiva los puntos de vista propios —el llamado *soft power*, (Nye, 2014)—, en lugar de la imposición. Por otra parte, un apoyo fundamental para la hegemonía de EE UU es, sin duda, el hecho de que la preponderancia del dólar como principal moneda del sistema monetario internacional no se ha visto afectada por la

crisis. La profundidad y el alcance de los mercados de activos en dólares —en especial, del mercado de deuda pública federal— y la existencia de infraestructuras asentadas y de difícil reemplazo hacen muy poco probable que esa preponderancia se vea amenazada en el medio plazo.

Cabe destacar, para terminar, dos ámbitos importantes —además de la reforma financiera— en los que la actitud de Estados Unidos será crucial para determinar su calidad como líder global. El primero es el de la gobernanza de las principales organizaciones económicas multilaterales, y muy particularmente del FMI y el Banco Mundial. La resistencia del Congreso de Estados Unidos a pasar la reforma de la gobernanza del FMI —acordada en 2010 y aprobada por toda la membresía, salvo Estados Unidos, que tiene poder de veto— está socavando su autoridad. La reforma lleva aparejada la dotación de un mayor nivel de recursos para la institución —importante para salvaguardar su papel en el entramado de redes de seguridad globales— e implica el reconocimiento de un mayor peso de los países emergentes (y de China, en particular) en el gobierno del Fondo. Este *impasse* explica, en gran medida, que los países emergentes, liderados por China, hayan puesto en marcha otras instituciones de financiación internacional, como el Banco Asiático de Inversión en Infraestructura (AIIB, por sus siglas en inglés) del que EE UU se ha autoexcluido.

El segundo plano es el de las iniciativas de comercio internacional. En este ámbito, Estados Unidos ha tomado la iniciativa con mayor rotundidad. Además de su papel activo en los foros multilaterales de liberalización comercial, la negociación de sendos megaacuerdos con los países del Pacífico (TPP) y con la Unión Europea (TTIP) no solo ampliará las oportunidades para las empresas y los consumidores de los países implicados sino que tendrá gran trascendencia para el futuro de las relaciones comerciales a nivel mundial. Estos acuerdos, junto con los tratados bilaterales firmados por Estados Unidos con economías en desarrollo, contribuirán a elevar los estándares en

las condiciones laborales y en la protección medioambiental en esos socios comerciales.

En definitiva, el proceso de globalización de las últimas décadas ha modificado radicalmente las relaciones económicas y financieras entre países, y ha cambiado las posiciones de poder de los principales actores a nivel mundial. Este nuevo entorno, que ofrece mayores oportunidades de desarrollo para todos, implica también un mayor grado de exposición de cada país a los acontecimientos externos y resulta mucho más complejo de manejar para aquellos países que aspiran a tener influencia global. Estados Unidos, como pieza principal de este nuevo orden, debe encontrar una forma de liderazgo que promueva un desarrollo mayor, más sostenible y más equilibrado.

### Referencias bibliográficas

- [1] ALICHI, A. (2015). «A New Methodology for Estimating the Output Gap in the United States». *IMF Working Paper*, nº 15/144.
- [2] BALAKRISHNAN, R.; DAO, M.; SOLÉ, J. y ZOOK, J. (2015). «Recent US Labor Force Dynamics: Reversible or not?». *IMF Working Paper*, nº 15/76.
- [3] BERGANZA, J. C. (2014). «El comportamiento del mercado de trabajo de Estados Unidos durante y después de la Gran Recesión». *Boletín Económico del Banco de España*, mayo 2014, pp. 67-80.
- [4] CANZONERI, M.; CUMBY, R.; DIBA, B. y LÓPEZ-SALIDO, D. (2013). «Key Currency Status: An Exorbitant Privilege and an Extraordinary Risk». *Journal of International Money and Finance*, vol. 37, pp. 371-393.
- [5] CARRASCO, C.; MOLINA, L. y ORGAZ, L. (2010). «El reposicionamiento de las grandes economías emergentes en la economía mundial». *Boletín Económico del Banco de España*, diciembre, pp.103-118.
- [6] COLBY, S. y ORTMAN, J. (2015). *Projections of the Size and Composition of the U.S. Population: 2014 to 2060*. Census Bureau.
- [7] EICHENGREEN, B. (2011). «Global Shifts». *Paper Prepared for the Bank of Finland's 200th Anniversary Symposium*, Helsinki. Mayo 5-6, 2011.
- [8] EICHENGREEN, B.; CHITU, L. y MEHL, A. (2014). «Stability or Upheaval? The Currency Composition of International Reserves in the Long Run». *European Central Bank WP*, nº 1715.

- [9] ESTRADA, Á.; KATARYNIUK, I. y MARTÍNEZ-MARTÍN, J. (2015). *La evolución reciente de la desigualdad: determinantes, implicaciones y políticas*. Banco de España, mimeo.
- [10] FISCHER, S. (2014). *The Federal Reserve and the Global Economy. Per Jacobsson Foundation Lecture*, Reuniones Anuales del FMI (11-10-2014).
- [11] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2013). «Risky Business: the Uncertainty in U.S. Health Care Spending». *Selected Issues. Artículo IV*, julio.
- [12] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2015a). «United States. Financial System Stability Assessment». IMF Country Report, nº 15/170.
- [13] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2015b). «Private Investment: What's the Holdup?». *World Economic Outlook*, capítulo 4, abril.
- [14] GONZÁLEZ MOTA, E. y MARQUÉS, J. M. (2010). «Dodd-Frank Wall Street Reform: un cambio profundo en el sistema financiero de Estados Unidos». *Estabilidad Financiera*, nº 19, pp. 73-85.
- [15] GORDON, R. (2014). «The Demise of US Economic Growth: Restatement, Rebuttal, and Reflections». *NBER Working Paper*, nº 19895.
- [16] GOURINCHAS, P. O. y REY, H. (2007). «From World Banker to World Venture Capitalist: The US External Adjustment and the Exorbitant Privilege». En Clarida, R. (ed.). *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*. Chicago: University of Chicago Press, vol. 11-55.
- [17] NUÑO, G. (2015). «El mercado del petróleo: cambios en la oferta y determinantes de la caída de los precios en 2014». *Boletín Económico del Banco de España*, julio-agosto, pp. 71-81.
- [18] NYE, J. S. (2015). *Is the American Century Over? (Global Futures)*. Polity Press.
- [19] OFICINA DE PRESUPUESTO DEL CONGRESO (2014a). *The Economic and Budgetary Effects of Producing Oil and Natural gas from Shale*. Diciembre.
- [20] OFICINA DE PRESUPUESTO DEL CONGRESO (2014b). *Revisions to CBOs Projections of Potential Output Since 2007*. Febrero.
- [21] OFICINA DE PRESUPUESTO DEL CONGRESO (2015a). *The 2015 Long-term Budget*. Junio.
- [22] OFICINA DE PRESUPUESTO DEL CONGRESO (2015b). *The Budget and Economic Outlook: 2015 to 2025*. Enero.
- [23] PROGRAMA INTEGRAL PARA LA IGUALDAD EDUCATIVA (PIIE) (2015). «Raising Lower-level Wages: when and why it Makes Economic Sense». *PIIE Briefing*, vol. 15, nº 2, abril.

## ***EL SECTOR EXTERIOR 2014***



Número monográfico del Boletín de Información Comercial Española dedicado al sector exterior. La Secretaría de Estado de Comercio presenta un año más el número monográfico del Boletín de Información Comercial Española dedicado al sector exterior español, con el fin de recopilar los datos más relevantes y las principales tendencias de los flujos comerciales y financieros a nivel mundial y para España en particular.

La estructura del número dedicado a 2014 sigue su configuración habitual. Así, abre el monográfico un capítulo inicial que analiza las principales cifras macroeconómicas del sector exterior español, seguido de un capítulo sobre la evolución del comercio mundial de mercancías y servicios, un tercero con el análisis del comercio exterior de España, un cuarto capítulo sobre las inversiones exteriores directas, un quinto con el estudio de la política comercial de la Unión Europea y un último capítulo sobre la política de apoyo financiero y de promoción comercial. Se cierra este monográfico con un Apéndice Estadístico que recopila multitud de datos relevantes sobre el sector exterior.

---

**[www.revistasice.com](http://www.revistasice.com)**

Librería virtual, suscripción y venta: [www.mineco.gob.es](http://www.mineco.gob.es)

Pº de la Castellana, 162

28046 Madrid.

Tel. 91 603 79 97/93

Correo electrónico: [DistribucionPublicaciones@mineco.es](mailto:DistribucionPublicaciones@mineco.es)