

# LA EXPANSIÓN ECONÓMICA Y LA BURBUJA BURSÁTIL

Hace dos años, en otoño de 1998, la economía internacional parecía atravesar severas dificultades. La crisis iniciada en Asia oriental en el verano de 1997 amenazaba extenderse al resto del mundo. Las Bolsas y las monedas, fuera del núcleo capitalista, se habían hundido. Rusia se había declarado en quiebra, Brasil caía en la depresión, la economía japonesa volvía a retroceder y la estadounidense no se consideraba inmune al contagio. Como respuesta a la disminución de los beneficios durante la primera mitad de 1998, especialmente en el todavía decisivo sector industrial, las cotizaciones bursátiles cayeron de forma alarmante desde julio hasta septiembre. En octubre, una grave falta de liquidez amenazó arrastrar la economía estadounidense, y en consecuencia la mundial, a la zona de peligro. En ese momento, sin embargo, intervino la Reserva Federal: sacó de apuros al gigantesco *hedge fund*<sup>1</sup> Long Term Capital Management, arguyendo que de haberlo dejado quebrar la economía internacional habría corrido el riesgo de un colapso financiero, y rebajó los tipos de interés en tres ocasiones sucesivas, no sólo para contrarrestar la contracción del crédito, sino también para dejar claro como el cristal que deseaba que se mantuviera la tendencia alcista en la Bolsa a fin de subvencionar el consumo necesario para mantener en marcha la economía internacional.

El balance de todo ello ha sido profundamente contradictorio. La expansión cíclica estadounidense, que hasta 1995 había sido aún menos vigorosa que las de las décadas de 1970 y 1980, cobró de repente fuerza. Desde entonces ha proporcionado cinco años de rápido crecimiento del PIB, de la productividad del trabajo e incluso de los salarios reales, reduciendo al mismo tiempo el desempleo y la inflación hasta niveles próximos a los de la larga expansión de posguerra. La inversión ha crecido de forma impresionante.

---

<sup>1</sup> Los *hedge funds* son instituciones financieras que negocian con los instrumentos diseñados para asegurar a los agentes de alteraciones no deseadas del precio de las monedas o de los tipos de interés. Estos instrumentos de aseguramiento se denominan en inglés *hedge* y los forman sobre todo los derivados financieros, como las opciones y los futuros, aunque los *hedge funds* operen también con otros tipos de activos financieros. (N. del T.)

Aunque la prensa económica lo haya exagerado enormemente, el rendimiento de la economía estadounidense durante el pasado quinquenio ha sido superior al de cualquier período semejante desde principios de la década de 1970. Por otra parte, en este quinquenio hemos sido testigos de la hipertrofia de la mayor burbuja financiera de la historia de Estados Unidos. Los precios de las acciones se han despegado de cualquier conexión con los beneficios de las empresas correspondientes. El endeudamiento familiar, empresarial y financiero ha alcanzado niveles récord como porcentaje del PIB, haciendo posible una explosión histórica del crecimiento del consumo. La aceleración resultante de las importaciones ha elevado los déficit comercial y por cuenta corriente a cotas históricas. De todo esto se ha derivado un incremento sin precedentes de la adquisición de activos estadounidenses por el resto del mundo, especialmente participaciones a corto plazo, lo que deja la economía estadounidense teóricamente a merced del mismo tipo de fuga de capitales, depreciación de activos y presión a la baja sobre la moneda que arruinó Asia oriental hace tres años.

La expansión económica abrió la vía a la burbuja bursátil, pero la burbuja ha dado todavía mayor impulso a la expansión. El problema, por lo tanto, está en separar la una de la otra; sólo distinguiendo qué fuerzas actúan sobre cada una de ellas se podrá determinar la trayectoria general de la economía estadounidense y hacerse una idea de hacia dónde camina. ¿Se han superado las tensiones que casi arruinaron la economía mundial hace tan sólo dos años?, ¿se ampliará y profundizará el actual ciclo ascendente? Tras esas preguntas acecha otra más importante: ¿está saliendo por fin la economía estadounidense del largo declive que se inició en torno a 1973, y a punto de protagonizar una nueva expansión prolongada como la de las décadas de 1950 y 1960?, ¿o por el contrario se enfrenta al tipo de corrección y reacción a gran escala que finalmente sorprendió a la burbuja japonesa de la década de 1980, en la que el repentino aterrizaje de los sobrevalorados precios de las acciones y bienes inmuebles desencadenó una profunda y amplia recesión?

## I. EL RESTABLECIMIENTO DE LA RENTABILIDAD: 1985-1995

Las raíces de la reanimación industrial en Estados Unidos se remiten a la recesión de 1979-1982, cuando el récord máximo en los tipos de interés reales que acompañó al giro de Volcker hacia el monetarismo desencadenó un proceso generalizado de racionalización industrial. Se eliminó una enorme cantidad de medios de producción y trabajo en una cadena de quiebras que no se producía desde la supresión de instalaciones y equipos repentinamente inútiles de la Gran Depresión de la década de 1930. La crisis industrial se hizo aún más profunda por la gran subida del dólar que siguió al importante aumento de los tipos de interés reales en esos años. Uno de los resultados palpables fue la aceleración del crecimiento de la productividad en la industria, que se vio acompañada, sin embargo, por una sucesión de déficit por cuenta corriente que rompió todos los récords,

ya que el comportamiento desbocado del dólar redujo acusadamente la competitividad estadounidense. Entre 1980 y 1985 la penetración de productos industriales importados creció en un tercio. Estas tendencias no podían mantenerse por mucho tiempo, y pronto desembocó en un cambio de política abrupto, que marcó un cambio de época.

### *El Acuerdo del Plaza*

El momento crítico, que constituyó una línea divisoria para la economía mundial en su conjunto, fue el Acuerdo del Plaza en septiembre de 1985, cuando las potencias del G5 acordaron emprender una acción conjunta para reducir el tipo de cambio del dólar, y rescatar de esta forma al sector industrial estadounidense, que de otro modo se hallaba amenazado de ruina. El Acuerdo del Plaza inauguró diez años de devaluación más o menos continuada del dólar frente al yen y el marco alemán, acompañada de una congelación del crecimiento de los salarios reales. Se abrió así la vía para la recuperación competitiva de la industria estadounidense, para una larga crisis de la industria alemana y japonesa y para una explosión sin precedentes del desarrollo de industrias orientadas hacia la exportación en todas las economías de Asia oriental, cuyas monedas estaban en su mayor parte vinculadas a un dólar que entre 1985 y 1995 cayó casi un 40 por 100 frente al marco y un 60 por 100 frente al yen. En ese mismo período, los salarios reales en la industria estadounidense crecieron a un ritmo anual medio del 0,5 por 100, frente al 3 por 100 en Alemania y el 2,9 por 100 en Japón. Por otra parte, la reconversión completa de los medios de producción de alto coste y bajos beneficios en la economía estadounidense recibió un nuevo empuje con la recesión de 1990-1991 y la subsiguiente «recuperación con desempleo» generalizada.

La combinación de la devaluación del dólar, la contención de los salarios y la reconversión industrial, junto al incremento en las inversiones que finalmente tuvo lugar desde 1993, poco más o menos, provocó una modificación fundamental en el *modus operandi* del sector industrial estadounidense frente a los mercados extranjeros. Desde 1985 hasta 1997 las exportaciones crecieron a un ritmo anual del 9,3 por 100, un 40 por 100 más rápido que entre 1950 y 1970. Poco a poco, las exportaciones impulsaron al sector industrial, y con él al conjunto de la economía. Esa recuperación de la competitividad internacional hizo posible lo que resultó ser una recuperación importante de la rentabilidad antes de impuestos en la industria. Hasta 1986, pese al vigoroso crecimiento en la productividad y al estancamiento de los salarios reales, la tasa de beneficio en la industria seguía estando más del 20 por 100 por debajo de su nivel en 1978 y el 50 por 100 por debajo de su nivel en 1965. Pero desde 1986 en adelante la rentabilidad del sector industrial creció rápidamente. Ese aumento se vio interrumpido por la recesión de 1990-1991 y sus secuelas, pero en 1995 la rentabilidad antes de impuestos en la industria estadounidense habían crecido un 65 por 100 por encima de su nivel en 1986, y por primera vez en un

cuarto de siglo estaban por encima de su nivel en 1973, aunque todavía se mantenían un tercio por debajo del máximo alcanzado en 1965.

Se ha hecho habitual minusvalorar la importancia del sector industrial, atendiendo a su proporción decreciente en el empleo total y el PIB. Pero durante la década de 1990 el sector industrial estadounidense todavía representaba el 46 por 100 del total de los beneficios globales en el sector de empresas no financieras; en 1998 (el último año para el que disponemos de datos) supuso el 42,5 por 100 de ese total. La caída en la rentabilidad del sector industrial iniciada entre 1965 y 1973, no sólo en Estados Unidos sino en el conjunto de la economía mundial, fue la principal responsable de un largo declive: el amplio período que desde comienzos de la década de 1970 hasta comienzos de la de 1990 ha estado marcado por el lento crecimiento de la producción, la inversión y la productividad, por un elevado desempleo y por recesiones cíclicas más largas y profundas<sup>2</sup>. Por la misma razón, la recuperación de la rentabilidad antes de impuestos en la industria estadounidense da cuenta del aumento de la misma en el sector privado no financiero, que creció un 15,6 por 100 entre 1986 y 1995, aproximándose a los niveles de finales de la década de 1960. Esto se deduce claramente del hecho de que la tasa de beneficio antes de impuestos en el sector no financiero excluyendo la actividad industrial permaneció estancada durante toda esa década, cayendo incluso ligeramente.

La revitalización de la rentabilidad se vio además ampliada por las desgravaciones fiscales de comienzos de la década de 1980, cuando republicanos y demócratas competían por ver quién ofrecía mayores ayudas a las empresas. En 1995 la tasa de beneficio después de impuestos en el sector empresarial no financiero y en el sector industrial había crecido hasta situarse tan sólo un 23 y un 24 por 100, respectivamente, por debajo de sus máximos de 1965, si bien la tasa antes de impuestos estaba todavía un 34 y un 35 por 100 por debajo de sus niveles de 1965. Las empresas se reforzaron más aún durante la primera mitad de la década de 1990, reduciendo significativamente su dependencia del endeudamiento y, por lo tanto, la proporción de los beneficios totales destinada a satisfacer deudas. Entre 1979 y 1991 los pagos netos en concepto de intereses, en proporción al beneficio bruto (beneficios más intereses netos), de las empresas no financieras representaron en promedio el 31,8 por 100, alcanzando el 37 por 100 en 1991. En 1995 esa cifra había caído hasta el 20 por 100, y para la segunda mitad de la década rondaría en promedio el 18 por 100.

---

<sup>2</sup> La reducción en la rentabilidad del sector industrial fue a su vez consecuencia en gran medida de la intensificación de la competencia internacional, que condujo al aumento de la sobre-capacidad y la sobreproducción. Los intentos realizados tanto por las empresas como por los Estados de reducir costes y mejorar la competitividad se combinaron para producir el efecto opuesto, tendente a exacerbar la producción excedentaria y a reducir el crecimiento de la demanda conjunta. La rentabilidad se estancó, prolongando el estancamiento económico. Véase Robert BRENNER, «The Economics of Global Turbulence», NLR I/229, mayo-junio de 1998 [De próxima aparición en *Cuestiones de antagonismo*, Madrid, Akal Ediciones, 2001 (N. del T.)].

Conforme la economía estadounidense iba saliendo de la recesión de 1990-1991, esa revitalización de la rentabilidad comenzó finalmente a estimular la economía real. Las inversiones en el sector industrial habían languidecido durante mucho tiempo, pero entre 1993 y 1998 se produjo una aceleración con una tasa media anual del 9,4 por 100, frente al 2,6 por 100 registrado entre 1982 y 1990. En ese mismo período, el *stock* de capital neto invertido en el sector industrial creció a un ritmo anual del 2,7 por 100, frente al 1,3 por 100 vigente entre 1982 y 1990. La recuperación de la inversión en el sector privado no industrial comenzó casi al mismo tiempo, y acabó siendo aún más fuerte que en éste. Esta aceleración de la inversión, a su vez, ayudó seguramente a acelerar el crecimiento de la productividad, muy mejorada ya por la sustitución de los medios de producción obsoletos. La introducción de la «producción ajustada» al estilo japonés intensificó el trabajo en la línea de producción, mientras que la subcontratación desplazó muchos procesos a sectores no sindicalizados en los que los trabajadores carecían de la más mínima protección. En estos años, las empresas comenzaron también a aplicar de forma significativa la tecnología de la información a la producción industrial (aunque su impacto siguió siendo limitado, debido a los bajos niveles de inversión). Entre 1982 y 1990, pese a la ralentización del crecimiento de la inversión, la productividad del trabajo en la industria creció a un ritmo anual medio del 3,3 por 100, casi igual al del largo período de expansión de posguerra. Pero bajo el impulso del incremento acelerado de nuevas instalaciones y equipos de comienzos de la década de 1990, saltó bruscamente a un promedio anual del 4,74 por 100 entre 1993 y 1999. Este ritmo más acelerado no era simplemente la expresión de un ratio capital/trabajo más elevado, ya que entre 1993 y 1998 la productividad del capital siguió creciendo con el mismo ritmo del 2,6 por 100 anual que había alcanzado en la expansión de la década de 1980, dejando claro que la productividad general, teniendo en cuenta tanto el capital como el trabajo, estaba creciendo de forma impresionante.

### *Servicios y finanzas*

El panorama era muy diferente en el sector no industrial (servicios, construcción, transporte, servicios públicos y explotaciones mineras), en el que las mejoras eran muy discontinuas y hubo que esperar hasta 1996. A diferencia del modelo seguido en el sector industrial, donde se había producido un gran aumento de la productividad desde mucho antes del fuerte incremento de la década de 1990, la productividad en el sector no industrial ha registrado una trayectoria muy pobre durante casi dos décadas, con un ritmo medio de crecimiento anual del 0,6 por 100 entre 1977 y 1995. Entre 1995 y 1999, en cambio, al calor de la aceleración de la inversión en el sector no industrial y dando el mismo salto adelante que la rentabilidad en este sector, creció a un promedio anual de casi el 2,4 por 100, comparable al ritmo anual del 2,7 por 100 registrado durante el periodo de expansión de posguerra, que tuvo lugar entre 1950 y 1973.

¿Cómo se comportaban entretanto las instituciones financieras? Los problemas para conseguir beneficios de su actividad crediticia en una época de sobrecapacidad y sobreproducción en la industria se mostraron espectacularmente cuando la multiplicación explosiva de los préstamos efectuados a los productores del Tercer Mundo durante la década de 1970 condujo a la crisis de la deuda de los países menos desarrollados a comienzos de la de 1980, que sacudió el sistema hasta sus cimientos. Los principales Estados capitalistas intervinieron como es lógico para salvar a los grandes bancos internacionales, utilizando al FMI para asegurar (en lo posible) sus fondos, e imponiendo condiciones paralizantes a las economías en vías de desarrollo para la concesión de sus créditos puente. La incursión de las cajas de crédito y ahorro (*Saving&Loans*) y de los bancos comerciales estadounidenses en la actividad inmobiliaria durante la década de 1980 siguió un patrón similar, y acabó en el pinchazo de la burbuja inmobiliaria y el colapso de gran número de bancos al final de la misma. El salvamento de las cajas de crédito y ahorro costó a los contribuyentes estadounidenses el equivalente a las inversiones privadas estadounidenses durante tres años. La fiebre de las fusiones y absorciones apalancadas que caracterizó las actitudes financieras de la época tuvo el mismo penoso fin. Durante la primera mitad de la década de 1980 proporcionó ganancias importantes, en un momento en que la rentabilidad de las nuevas inversiones productivas en el sector industrial había alcanzado su punto más bajo. Pero el beneficio potencial en ese terreno se vio pronto mermado por la entrada masiva de competidores, lo cual ofreció ganancias cada vez menores a lo largo de la década, y obligó a los inversores a pagar precios cada vez más altos por sus adquisiciones. El naufragio del movimiento de fusiones y absorciones contribuyó poderosamente al declive de los bancos comerciales, que ya sufrían una reducción considerable de sus ingresos netos como consecuencia de la intensificación de la competencia provocada por la irrupción de toda una variedad de instituciones de crédito no bancarias, como las compañías de seguros y financiación, y de la tendencia a la titularización de los instrumentos crediticios.

La situación del sector financiero empeoró aún más con el inicio de la recesión de 1990-1991. Sólo se pudo evitar una crisis profunda mediante otra dramática operación de rescate a cargo del gobierno. Esta vez la Reserva Federal redujo a cero los intereses reales a corto plazo para permitir a los bancos reequilibrar sus balances de situación y reanudar una actividad crediticia rentable. De este modo, los problemas de los financieros se disolvieron con asombrosa rapidez a comienzos de la década de 1990. Este período, el de Clinton, Rubin y Greenspan, ha sido testigo, mucho más que el de Reagan y Volcker, del auténtico ascenso de las finanzas a una posición de dominio en la economía estadounidense. Cuando la Reserva Federal redujo tan bruscamente los tipos de interés a corto plazo posibilitó a los bancos tanto la obtención de una lluvia de beneficios a partir de los bonos que poseían como la prosecución de su negocio básico, que consiste en endeudarse a corto plazo con bajos intereses para conceder créditos caros a largo, con un éxito sin precedentes. Cuando Clinton prometió equilibrar el presupuesto renunciando a nuevas inversiones que no se vie-

ran compensadas por el recorte de los gastos, estaba ofreciendo seguridades a los financieros de que la inflación no recortaría sus beneficios. Para disipar cualquier duda que les pudiera quedar, en 1994 Greenspan elevó bruscamente los tipos de interés en dos puntos y medio porcentuales, a fin de evitar el recalentamiento de la economía.

### *El despegue financiero*

Aun así, el fundamento último de la recuperación económica de los prestamistas y especuladores fue la recuperación de la salud del sector no financiero, conforme iba progresando la expansión de la década de 1990. Los bancos, en particular, efectuaron un espléndido cambio de rumbo. La demanda de crédito creció rápidamente, y las pérdidas cayeron en picado. Mientras que en 1990 sólo el 30 por 100 de los activos de los bancos se consideraban oficialmente «bien capitalizados», esa cifra creció hasta el 97 por 100 en 1996. Por otro lado, conforme la economía comenzaba a crecer, los bancos pudieron finalmente sacar la máxima ventaja del proceso de desregulación que se había iniciado a finales de la década de 1970, aumentando sus ganancias procedentes de actividades no registradas en el balance de situación como, por ejemplo, las tasas por la venta de fondos de inversión. Al mismo tiempo se aceleró la tendencia a la concentración bancaria iniciada en la década de 1980, y la proporción de activos bancarios en manos de las 50 mayores empresas del sector pasó del 57 por 100 en 1986 al 64 por 100 en 1996, mientras que el número de organizaciones bancarias comerciales caía hasta 7.500, de las 11.000 existentes una década antes. Y lo que quizá sea lo más importante, la Reserva Federal se ocupó de que la diferencia existente entre lo que los bancos pagaban por sus deudas a corto plazo y lo que obtenían por sus préstamos a largo plazo permaneciera «desacostumbradamente amplia»<sup>3</sup>. El resultado ha sido verdaderamente histórico. Durante la década de 1990, las instituciones financieras estadounidenses en general, y los bancos comerciales en particular, han obtenido las tasas de rentabilidad por acción más altas desde la Segunda Guerra Mundial, por un considerable margen. Los beneficios del sector financiero, como muestra de la nueva situación, han alcanzado el porcentaje más elevado del beneficio empresarial total de toda la historia de posguerra. Y para completar el cuadro, las cotizaciones de las acciones han superado todos los límites previsibles.

A mediados de la década de 1990 el sector empresarial en su conjunto había mejorado sustancialmente su situación comparada con la de una década antes, en gran medida mediante amplios y brutales procesos de racionalización y reconversión. Los empresarios del sector industrial habían emprendido una oleada de reestructuración tras otra, desembarazándose de grandes cantidades de instalaciones y equipos anticuados y superfluos y «reduciendo» plantillas en decenas de miles de empleados

---

<sup>3</sup> OCDE, *Economic Survey. The United States 1997*, Washington, D.C., 1997, pp. 71, 176, nota 26.

para conseguir mejoras sustanciales de productividad. Habían incrementado enormemente sus beneficios a expensas de sus trabajadores mediante la congelación del crecimiento de los salarios reales, y a expensas de sus rivales extranjeros mediante la devaluación del dólar, procesos ambos que se mantuvieron durante una década. Tan sólo al final de este proceso de recuperación comenzaron a aumentar sustancialmente sus inversiones y con ellas el crecimiento en la productividad. Como hemos visto, fue la recuperación de la rentabilidad en el sector industrial, amplificada por una importante reducción en los impuestos sobre sociedades, la que originó prácticamente en su totalidad la recuperación de la tasa de beneficio del conjunto del sector no financiero hasta 1995. Después de esta fecha, creció también sustancialmente en los sectores no industriales, en particular en el sector servicios, llevando la rentabilidad del conjunto de las empresas hasta niveles próximos a los predominantes durante la larga expansión económica de posguerra. Con la economía real asentada sobre una base más firme, el sector financiero pudo explotar la desregulación, así como el ilimitado apoyo y subvención del gobierno, para alcanzar resultados espectaculares. Si esta simbiosis entre industria, servicios y sector financiero se pudiera mantener, ¿no habría dejado atrás por fin la economía estadounidense el largo declive de las décadas de 1970 y 1980?

## II. CAMBIO DE VERTIENTE: 1995-1998

En la economía mundial, en cambio, la recuperación del sector industrial estadounidense entre 1985 y 1995 ejerció una presión enorme sobre las economías orientadas hacia la exportación de Japón y Alemania, por no hablar de Europa occidental en su conjunto. Las profundas recesiones y las reconversiones industriales a gran escala experimentadas por Japón y Europa occidental durante la primera mitad de la década de 1990, bajo la presión de las monedas al alza, puede considerarse análoga a la crisis del sector industrial estadounidense en la primera mitad de la década de 1980, después del *shock* provocado por Volcker, el despegue del dólar y el bandazo Reagan-Regan hacia las finanzas. De hecho, las dificultades japonesas y europeas pudieron verse agravadas por la situación ventajosa de Estados Unidos en la eliminación de las empresas de alto coste y bajos beneficios en circunstancias similares. La recuperación de Estados Unidos tuvo lugar a expensas de sus principales rivales, pero hubo que pagar un precio: en la primera mitad de la década de 1990, el estancamiento del conjunto de la economía mundial, afectada por la capacidad excedentaria del sector industrial y frenada además por los bajos salarios y la contracción de la actividad crediticia, no se había superado. La propia recuperación estadounidense se veía todavía constreñida por el cada vez más lento crecimiento de la demanda mundial y la consiguiente intensificación de la competencia internacional en el sector industrial. No es exagerado afirmar que, aun a mediados de la década, la economía mundial mostraba pocos signos de despegue de su largo estancamiento. De hecho, el crecimiento en los países capitalistas avanzados fue significativamente más lento en ese primer

quinquenio que en cualquier período similar posterior a 1960. Y esto era cierto no sólo para las economías japonesa y europea, atrapadas en profundas recesiones, sino incluso para la propia economía estadounidense, que creció entre 1990 y 1995 aún más lentamente que durante las décadas de 1970 y 1980.

Ese lento crecimiento, todo hay que decirlo, no inquietaba lo más mínimo a la Administración Clinton, que prácticamente desde su inicio combinó rigidez monetaria y severidad presupuestaria a una escala nunca vista desde los días de Eisenhower, a la espera de una recuperación completa de la rentabilidad empresarial. Clinton no sólo rechazó el tipo de déficit presupuestario que había sacado a la economía estadounidense e internacional de cada una de las recesiones habidas desde comienzos de la década de 1970, sino que se embarcó en una cruzada por el equilibrio presupuestario que redujo el déficit federal, como porcentaje del PIB, del 4,7 por 100 en 1992 hasta prácticamente cero en 1997. Además, cuando la economía comenzó a dar muestras de revitalización, la Reserva Federal, como hemos visto, elevó los tipos de interés en tres puntos porcentuales entre febrero de 1994 y febrero de 1995. Según las encuestas, «mucha gente pensaba que el país se encontraba aún en recesión en 1995»<sup>4</sup>. Poca sorpresa cabe pues ante el hecho de que entre 1990 y 1995 el PIB estadounidense, la productividad del trabajo y los salarios reales crecieran aún más lentamente que durante las décadas de 1970 y 1980.

A partir de 1996, sin embargo, se produjo una quiebra en el modelo. Durante ese año y el siguiente se aceleró palpablemente el crecimiento de todas las grandes variables económicas, incluidos (con cierto retraso) los salarios. Obviamente, la recuperación de la rentabilidad en el sector industrial, basada sobre todo en la devaluación del dólar, la restricción de los salarios y la disminución del impuesto de sociedades, y tan sólo muy recientemente ampliificada por el *boom* de las inversiones, comenzaba a dar fruto. En 1997, cuando las exportaciones reales crecieron en un 14 por 100, la economía floreció como no lo había hecho durante varias décadas, y pareció por fin que Estados Unidos podría sacar a la economía mundial del estancamiento. La expansión del mercado interno estadounidense que hacía posible el crecimiento de las exportaciones no se veía ahora impulsada, como había sucedido durante décadas, por el déficit público, sino en gran medida por el crecimiento de las exportaciones y la inversión de capital, basados en la creciente competitividad y la elevación de las tasas de beneficio. Pero justo en el momento en que comenzaba a predominar este crecimiento más rápido de la economía estadounidense, desde finales de 1995, sus fundamentos empezaron a verse transformados por dos factores estrechamente interrelacionados. Por un lado, un alza repentina del dólar comenzó a dañar las exportaciones de las industrias estadounidenses, elevando el coste relativo de los productos norteamericanos y precipitando indirectamente el fin de la expansión en el Este de Asia. Por otro, una burbuja gigante en el mercado de valores, que ha provo-

<sup>4</sup> *Economic Report of the President 1996*, Washington DC, 1996, p. 46; Rich MILLER *et al.*, «How Prosperity is Shaping the American Economy», *Business Week*, 14 de febrero de 2000.

cado un crecimiento febril del endeudamiento, comenzó a desplazar la fuerza impulsora de la expansión hacia el consumo interno, acelerando sustancialmente el crecimiento de la economía estadounidense.

### *La reversión del Acuerdo del Plaza*

El momento clave en la germinación de estos dos factores, y de hecho la propia evolución de la economía mundial durante la segunda mitad de la década de 1990, fue el acuerdo forjado por Estados Unidos, Japón y las demás potencias del G7 que llegó a ser conocido como el «Acuerdo del Plaza Inverso». Durante la primera mitad de 1995, como consecuencia del colapso del peso y el consiguiente rescate de la economía mejicana por parte de Estados Unidos, se produjo una nueva caída del dólar, acentuando bruscamente su caída incesante de la década anterior. Una moneda barata había sido, por supuesto, una condición indispensable para la recuperación de la rentabilidad del sector industrial estadounidense y del sector no financiero en su conjunto, y Washington la había acogido más que aprobadoramente volviendo entre 1985 y 1995 a la política de «dejadez benigna» hacia el dólar que prevaleció durante casi toda la década de 1970. Por eso, cuando el dólar cayó en picado en los primeros meses de 1995, la Administración Clinton no sólo no hizo nada por detenerlo, sino que incluso acentuó la presión sobre Japón, amenazando con cerrar el mercado estadounidense a los automóviles japoneses si este país no se avenía a abrir su mercado a las piezas de repuesto norteamericanas.

En abril de 1995, sin embargo, ese mismo dólar debilitado que había ayudado a impulsar al sector industrial estadounidense durante una década, llevó al japonés al borde del colapso. El yen había aumentado su cotización en un 60 por 100 por encima de su nivel a comienzos de 1991, y en un 30 por 100 por encima de su nivel a principios de 1994, llegando a un tipo de cambio récord de 79 yenes por dólar. Dado este máximo astronómico, los productores japoneses no podían cubrir siquiera sus costes variables, y la máquina de crecimiento japonesa parecía renquear y a punto de detenerse. A pesar de lo que había sido hasta entonces su preocupación casi obsesiva por la competitividad del sector industrial, las autoridades de Estados Unidos no estaban en condiciones de contemplar con ecuanimidad esta evolución. Se habían visto sorprendidas por la crisis mejicana, que brotando «de ningún sitio» había sacudido el sistema financiero internacional. Una versión japonesa de la misma sería, obviamente, mucho más peligrosa. Aunque pudiera contenerse, una crisis en Japón podía fácilmente precipitar una liquidación a gran escala de las enormes propiedades japonesas de activos estadounidenses, especialmente bonos del Tesoro. Tal eventualidad elevaría los tipos de interés, sobresaltaría a los mercados monetarios, y posiblemente provocaría una recesión en el mismo momento en que la economía estadounidense parecía finalmente a punto de enderezarse. La siguiente elección presidencial estaba además comenzando a dibujarse en el horizonte. Bajo la dirección del secretario del Tesoro Robert Rubin,

Estados Unidos no sólo abandonó precipitadamente su campaña para forzar la apertura del mercado japonés de piezas de recambio para automóviles, sino que estableció un acuerdo con japoneses y alemanes para emprender acciones conjuntas que hicieran disminuir la cotización del yen (y el marco) y elevaran la del dólar. Esto se consiguió en parte disminuyendo los tipos de interés japoneses frente a los norteamericanos, así como alentando la compra de dólares por parte de japoneses y alemanes y mediante la intervención del propio Tesoro para apoyar la moneda estadounidense<sup>5</sup>.

Fue un acuerdo trascendental, que representaba un giro de 180 grados en la política tanto de Estados Unidos como de sus principales aliados y rivales, en cierta medida comparable al Acuerdo del Plaza de 1985. Estados Unidos renunciaba a las ventajas que una moneda barata le había proporcionado a su sector industrial durante casi una década, pero a cambio aseguraba la perspectiva de un enorme flujo de fondos que podían ayudarle a cubrir su creciente déficit por cuenta corriente y a elevar el precio de las acciones, así como un torrente de importaciones baratas que seguramente iban a ejercer una fuerte presión a la baja sobre los precios, exonerando a la Reserva Federal de gran parte de la tarea de contener la inflación. En cierto sentido, la Administración Clinton favorecía así a los prestamistas y especuladores en Bolsa a expensas de los fabricantes, del mismo modo que lo había hecho la Administración Reagan en la primera mitad de la década de 1980. Pudo creer que el sector industrial estadounidense, ya reconvertido, podría resistir ahora con éxito un alza del dólar. También pudo suponer que la mayor rentabilidad del sector servicios y el creciente consumo interno podrían compensar un menor crecimiento de la rentabilidad del sector industrial y de las exportaciones. De modo inmediato, en cualquier caso, se dejaron sentir potentes reverberaciones de este acuerdo en todo el sistema mundial, justamente en el sentido opuesto al de los enormes efectos que el Acuerdo del Plaza original había originado a partir de 1985. Una moneda al alza comenzó a atenzar las industrias estadounidenses (más que las japonesas y alemanas); las industrias japonesas y alemanas (más que las estadounidenses) iniciaron una recuperación (de corto aliento); y Asia oriental se fue deslizando desde el *boom* récord que siguió al Acuerdo del Plaza a una depresión regional como consecuencia del Plaza Inverso. Al mismo tiempo se inflaba una enorme burbuja financiera en Estados Unidos, permitiendo una aceleración de la expansión económica estadounidense basada en el incremento del precio de las acciones, el crecimiento del endeudamiento y un consumo desbocado, de forma parecida a lo que había pasado con la burbuja en Japón después de 1985.

### *La avalancha en los mercados de renta variable*

Desde la época de la recesión provocada por Volcker a comienzos de la década de 1980, el mercado de valores estadounidense venía disfrutando de

---

<sup>5</sup> Para este párrafo y el anterior, véase R. TAGGART MURPHY, *The Weight of the Yen*, Nueva York, 1996; J. B. JUDIS, «Dollar Foolish», *New Republic*, 9 de diciembre de 1996.

un ascenso histórico, interrumpido coyunturalmente por el hundimiento bursátil de 1987; pero cuando no sólo la Reserva Federal estadounidense sino también las autoridades financieras japonesas emprendieron acciones decisivas para evitar el colapso de las cotizaciones, muchos inversores creyeron que nunca se permitiría que el mercado de valores cayera demasiado, lo que le hizo seguir subiendo. Entre 1990 y 1993 el mercado al alza recibió un nuevo impulso cuando Greenspan redujo a cero los tipos de interés reales a fin de salvar a las empresas superendeudadas y a los bancos en situación de suspensión de pagos, abriendo así la vía a una expansión masiva de la liquidez. Dado que las oportunidades de beneficio eran todavía relativamente limitadas en la economía real estadounidense, que sólo comenzaba a recuperarse lentamente de la recesión, el diluvio resultante de dinero ultrabarato se volcó en el mercado de valores, originando una nueva escalada de las cotizaciones durante estos años. Aun así, los precios de las acciones a finales de 1995, a pesar de un rápido aumento con respecto al que venían manteniendo durante la casi totalidad de los doce años anteriores, seguían sin superar notablemente el crecimiento de los beneficios de las empresas. De hecho puede afirmarse, sin temor a exagerar, que el espectacular aumento de las cotizaciones bursátiles hasta ese momento reflejaba básicamente la recuperación de la rentabilidad de la economía estadounidense a partir de su situación deprimida en la recesión de comienzos de la década de 1980. Entre 1980 y 1995, el índice de los precios de las acciones en la Bolsa de Nueva York se multiplicó por 4,28, mientras que los beneficios después de impuestos de las empresas se multiplicaban por 4,68. Pero a partir de ese momento los precios de las acciones dejaron muy atrás a los beneficios de las empresas, hipertrofiándose desmesuradamente la burbuja del mercado de valores.

Evidentemente, la recuperación de la rentabilidad que se había iniciado una década antes, y los altos niveles de confianza de los inversores que ésta había creado, fueron condiciones necesarias para el despegue de los precios de las acciones que tuvo lugar en 1995-1996. Las fuerzas que lo impulsaron efectivamente son menos fáciles de identificar. Pero es difícil evitar la conclusión de que las dramáticas transformaciones de la situación financiera internacional y de sus flujos en el transcurso de 1995 fueron responsables en gran medida. En marzo de ese año, a raíz del rescate financiero mexicano, la Reserva Federal dio por terminada la campaña de restricciones del crédito iniciada un año antes, y a partir de julio redujo los tipos en tres cuartos de punto en lo que quedaba de año. Y lo que quizá sea más significativo, las medidas tomadas para poner en práctica el Plaza Inverso no sólo elevaron la cotización del dólar, amplificando los incrementos de valor de los activos estadounidenses (incluidas las acciones) para los inversores internacionales, sino que también desencadenaron la afluencia de un torrente de dinero líquido desde Japón, Asia oriental y el resto del mundo hacia los mercados financieros estadounidenses, reduciendo tremendamente el coste del endeudamiento para comprar acciones.

En abril de 1995, el Banco de Japón recortó el tipo de descuento oficial, que ya estaba en un muy bajo 1,75 por 100, hasta el 1 por 100, y lo rebajó

un 0,5 por 100 más en septiembre del mismo año. Esto ayudó a lograr el efecto buscado de reducir el valor del yen. Pero en lugar de estimular fuertemente una economía interna en la que las tasas de beneficio eran todavía demasiado bajas para justificar inversiones a largo plazo en instalaciones y equipo, los tipos de interés extremadamente bajos de Japón bombearon hacia el exterior la oferta global de crédito, y gran parte de la mayor liquidez japonesa abandonó el país. Los inversores norteamericanos, en particular, pusieron en marcha «operaciones de carrusel» con el yen muy rentables, tomando prestados yenes en Japón a tipos de interés muy bajos, para convertirlos en dólares e invertirlos en todo el mundo. Gran parte de los beneficios regresaron al mercado de valores estadounidense<sup>6</sup>.

Entretanto, las autoridades japonesas empleaban grandes cantidades de dinero en la compra de dólares y valores de renta fija del Tesoro estadounidense, alentando a las compañías de seguros japonesas a seguir su ejemplo al relajar las regulaciones sobre inversiones en el extranjero. Los gobiernos de Asia oriental, que deseaban evitar el alza de las monedas locales a fin de mantener el crecimiento de sus exportaciones, hicieron lo propio, y se vieron seguidos por los inversores privados de todo el mundo, especialmente por los *hedge funds*. En 1995 el resto del mundo compró títulos públicos estadounidenses por valor de 197.200 millones de dólares, esto es, dos veces y media el promedio de los cuatro años anteriores; en 1996 el valor de esas compras alcanzó los 312.000 millones de dólares, y en 1997 189.600 millones de dólares. La mayor parte de estas compras, con mucho, fueron títulos del Tesoro (168.500 millones en 1995, 270.700 millones en 1996, y 139.700 millones en 1997). El más de medio billón de dólares de títulos del Tesoro estadounidense comprados por extranjeros en esos tres años cubrieron no sólo el total de la deuda emitida en ese período, sino una cantidad adicional de 266.200 millones de dólares de deuda pública estadounidense hasta entonces en manos de ciudadanos norteamericanos<sup>7</sup>.

Esas gigantescas compras no podían sino lubricar espectacularmente los mercados monetarios estadounidenses, presionando a la baja sobre los tipos de interés y liberando un mar de liquidez para la compra de valores estadounidenses. Entre enero de 1995, cuando alcanzaron un máximo tras el desplome del mercado de bonos en 1994, y enero de 1996, los tipos de interés de los bonos del Tesoro a treinta años cayeron abruptamente del 7,85 al 6,05 por 100. Esa reducción de casi el 25 por 100 en la rentabilidad

---

<sup>6</sup> R. TAGGART MURPHY, *The Weight of the Yen*, Nueva York, 1996; Ron BEVACQUA, «Whither the Japanese Model?», *Review of International Political Economy*, vol. 5, núm. 3, septiembre de 1998, pp. 410-423

<sup>7</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States. Flows and Outstandings* (de aquí en adelante FRB, *Flow of Funds*), Table F.107 Rest of the World (flows) y Table F.209 Treasury Assets (flows); OCDE, *Economic Survey. United States 1996*, París, 1996, pp. 49-51; OCDE, *Economic Survey. United States 1997*, París, 1997, pp. 73-75. La diferencia entre el total de títulos públicos y el total de instrumentos del Tesoro comprados por el resto del mundo en esos años corresponde a títulos de agencias gubernamentales, bonos emitidos por entidades como FNMA o FIX.

de los títulos de deuda pública a largo plazo en el transcurso de 1995 fue un factor determinante de la hipertrofia de la burbuja en el mercado de valores, como lo fue igualmente el nuevo despegue del dólar, propulsado por las espectaculares compras de esa moneda por parte de las propias autoridades estadounidenses, en coordinación con las japonesas y alemanas, en mayo y agosto de 1995, y también por la tremenda oleada de compras extranjeras de títulos públicos estadounidenses. El tipo de cambio del dólar frente al yen se elevó en un 50 por 100 en el corto período de veinte meses, entre abril de 1995 y finales de 1996.

Con esa caída tan pronunciada de los tipos de interés y ese alza tan rápida del dólar, el mercado de valores no podía sino dispararse. Después de haber subido respectivamente un 2 y un 1,8 por 100 en 1994, los índices Standard&Poor 500 y general (Dow Jones) de la Bolsa de Nueva York subieron en 1995 un 17,4 y un 14,6 por 100, respectivamente, lo que suponía los mayores incrementos desde 1989. Ambos índices subieron un 23 por 100 adicional durante 1996, y en diciembre de ese año Greenspan hacía pública su famosa advertencia sobre la «irracional exuberancia» de los mercados. Los inversores hicieron caso omiso de su admonición, y en 1997 el S&P 500 creció otro 30 por 100, mientras que el índice general lo hizo en un 27 por 100. La expansión de la burbuja bursátil estadounidense iniciada en 1995 amplificó de modo inmediato el crecimiento acelerado del conjunto de la economía. Importantes ventas de acciones, especialmente a empresas que financiaban la compra de acciones propias recurriendo al endeudamiento, se sumaron sustancialmente al poder de compra de las familias. Al mismo tiempo, la inflación de los valores de los activos resultante del alza de las cotizaciones parecía justificar un descenso histórico de los ahorros familiares, así como un gran aumento del endeudamiento de los hogares. La aceleración del consumo proporcionó a su vez un importante estímulo a lo que parecía ser una expansión cada vez más potente, mientras que el aumento de las importaciones estadounidenses y de su déficit por cuenta corriente ayudaban a sacar a la economía de la recesión de la primera mitad de la década. En Estados Unidos, el sector no industrial fue el principal beneficiario de todo este proceso. La aceleración del crecimiento del consumo expandió la demanda de sus productos. Como éstos eran en su mayoría no comercializables\*, lejos de verse dañada por el diluvio de importaciones abaratas por el dólar al alza, se vio favorecida por el menor coste de éstas. La inversión en los sectores no industriales creció muy rápidamente, y como ya hemos señalado originó un salto en el crecimiento de la productividad en los mismos. Entre 1995 y 1997 la rentabilidad en el sector servicios, que durante mucho tiempo se había mantenido estancada (si bien nunca se

---

\* El producto de una economía se dice que está compuesto por bienes tradeables y non-tradeables. Los primeros (bienes comercializables) son bienes que pueden comprarse en el exterior y que, por lo tanto, están sometidos a la competencia internacional (por ejemplo, el acero), mientras que los segundos son bienes que por sus propias características no pueden adquirirse en el exterior y cuyos precios, por consiguiente, son en cierta medida independientes de la competencia internacional (por ejemplo, buena parte del sector servicios). (N. del T.)

redujo mucho), creció un 22 por 100, de forma que la tasa de beneficio del conjunto de la economía privada no financiera se situó tan sólo un 19 por 100 por debajo del máximo alcanzado en 1965<sup>8</sup>. Parecía que la economía estaba funcionando por fin al máximo de su potencia.

### *El desastre de 1998*

En otoño de 1997 la crisis de Asia oriental sólo había comenzado a manifestarse, y la economía estadounidense se hallaba en el cenit de su revitalización impulsada por el sector industrial. En 1996 y 1997, la producción y las exportaciones industriales siguieron creciendo rápidamente. Los costes de producción, además, seguían cayendo en picado, ya que en esos años el crecimiento anual de la productividad del trabajo alcanzaba un promedio del 3,2 por 100, el ratio capital/producto el 6 por 100, y el salario nominal tan sólo un 2,2 por 100. Sin embargo, en ese mismo período de dos años el tipo de cambio real del dólar se elevó en un 20 por 100, y su cotización frente al yen en un 50 por 100, ejerciendo una gran presión a la baja sobre los precios de los bienes comercializables. Los precios de los productos industriales disminuyeron así a una tasa media anual del 3,5 por 100 en 1996 y 1997, lo que tuvo como consecuencia que el aumento de la tasa de beneficio en el sector industrial (y el de la economía privada en su conjunto), iniciado a mediados de la década de 1980 e interrumpido tan sólo brevemente por la recesión de comienzos de la de 1990, llegara a su fin en el segundo semestre de 1997<sup>9</sup>.

Cuando se disparó la crisis asiática, los fabricantes estadounidenses no sólo tuvieron que afrontar la creciente competencia de sus rivales en Japón, Alemania y el resto de Europa occidental, que se beneficiaban de la caída en la cotización de sus monedas. También tuvieron que hacer frente al colapso de las exportaciones hasta entonces muy dinámicas hacia Asia oriental y a la inundación del mercado interno estadounidense por importaciones procedentes de esos países, extraordinariamente abaratas por la depreciación de sus monedas. El crecimiento de las exportaciones estadounidenses, motor esencial de la expansión, cayó en términos reales del 14 por 100 en 1997 al 2 por 100 en 1998, de una tasa media anual del 17,4 por 100 en el tercer trimestre de 1997 a -0,5 por 100 en el segundo y tercer trimestre de 1998. Las importaciones reales de Estados Unidos, por el contrario, siguieron creciendo, si bien en 1998 sólo lo hicieron en un 11,8 por 100, frente al 14,2 por 100 de 1997. Con los precios de las exportaciones e importaciones mermados respectivamente en un 3,1 y un 5,9 por 100 en 1998, el sector industrial estadounidense estaba a punto de desplomarse; la tasa de beneficio de las empresas industriales cayó en casi un 12 por

---

<sup>8</sup> En 1997, las tasas de beneficio después de impuestos de los sectores no financiero y general estaban entre el 15 y el 9 por 100 por debajo, respectivamente, de sus máximos de 1965.

<sup>9</sup> Véase OCDE, *Economic Survey. United States 1999*, París, 1999, p. 32, esp. la Figura 7. «Tras un rápido ascenso desde 1992 hasta mediados de 1997, los beneficios de las empresas han disminuido recientemente, y su proporción en la renta nacional ha comenzado a caer».

100 comparada con la de 1997<sup>10</sup>. Los beneficios decrecientes de las empresas ejercieron a su vez una presión a la baja sobre sus cotizaciones en Bolsa. Los precios de las acciones de las empresas más pequeñas representadas en el Russell 2000 fueron los más vulnerables, cayendo un 20 por 100 entre abril y la primera semana de agosto de 1998. En ese momento, el selectivo S&P 500 había empezado también a caer, perdiendo el 10 por 100 de su valor máximo alcanzado a mediados de julio; a raíz de la bancarrota rusa cayó otro 10 por 100. El declive del mercado de valores amenazaba poner un rápido fin a la expansión estadounidense destruyendo la confianza de las empresas y revirtiendo la marea alcista del consumo interno. Al estar gran parte de la economía internacional ya en crisis, una recesión en Estados Unidos amenazaba con sumir al mundo entero en la depresión.

### III. LA BURBUJA BURSÁTIL ALIMENTA LA EXPANSIÓN ECONÓMICA

A finales de septiembre de 1998 se estaba gestando en Estados Unidos una crisis importante. La quiebra rusa desencadenó una huida en busca de calidad en los mercados de bonos, manifestada en el surgimiento de grandes diferencias entre los tipos de interés pagados por el relativamente seguro Tesoro estadounidense y los de otros títulos menos seguros, obligaciones de empresas, deuda pública de países subdesarrollados, e incluso la de algunos Estados europeos. Las acciones de los bancos comerciales cayeron en picado, por miedo a grandes pérdidas en sus préstamos a los países emergentes. Pero las mayores pérdidas fueron las que sufrieron los hedge funds y las carteras de los bancos de inversión y comerciales, conocidos colectivamente como *highly leveraged financial institutions*\*, que perdieron miles de millones de dólares después de acumular enormes posiciones a largo en activos financieros de alto riesgo, baja calidad y elevada rentabilidad, compensadas por posiciones a corto en títulos de deuda pública de los países desarrollados.

El momento de la verdad llegó el 20 de septiembre, cuando el gigantesco *hedge fund* Long Term Capital Management (LTCM) confesó al gobierno estadounidense que estaba al borde de la suspensión de pagos. Fue en esa coyuntura cuando intervino la Reserva Federal, constituyendo un consorcio de catorce bancos y sociedades intermediarias de Wall Street para respaldar con 3.600 millones de dólares al LTCM. Greenspan justificó esta operación de rescate de una institución no bancaria argumentando que si la Reserva Federal no intervenía el sistema financiero internacional correría un gran riesgo<sup>11</sup>. La Reserva Federal llevó a cabo entonces sus tres famosos recortes sucesivos de los tipos de interés, incluida una espectacular reducción entre dos de sus reuniones

<sup>10</sup> Bureau of Economic Analysis, «National Income and Product Accounts: Second Quarter 2000 GDP and Revised Estimates:1997 Through First Quarter 2000», 28 de julio de 2000.

<sup>11</sup> Sobre el desarrollo de la crisis financiera de otoño de 1998, véase Peter Warburton, *Debt and Delusion. Central Bank Follies that Threaten Economic Disaster*, Londres, 2000, pp. 263-266.

\* Instituciones financieras que se han endeudado masivamente, porque esperan obtener una elevada rentabilidad de las operaciones financiadas con este endeudamiento. (N. del T.)

regulares. Si bien su finalidad inmediata consistía en contrarrestar el peligro de agarrotamiento de los mercados financieros, su objetivo más amplio era el de dar un impulso a las cotizaciones bursátiles, manteniendo el prolongado comportamiento al alza del mercado de valores. Las reducciones de los tipos de interés efectuada por la Reserva Federal marcaron así un punto de inflexión, no tanto porque la caída resultante en el coste del endeudamiento fuera tan grande, sino porque ofreció una clara señal positiva a los inversores de que deseaba un alza de las cotizaciones, a fin de estabilizar la economía estadounidense y la economía internacional que iban dando tumbos hacia la crisis. Greenspan negó enérgicamente, por supuesto, que sus reducciones de los tipos de interés pretendieran afectar a las cotizaciones bursátiles de las acciones. Pero los inversores no precisaban que se les recordara que esa intervención no era la primera que llevaba a cabo para salvar a financieros y empresas. En octubre de 1987 ya intervino para evitar el hundimiento del mercado de valores, y entre 1990 y 1992 redujo a cero los tipos de interés reales a corto plazo para salvar a los bancos en declive y a las empresas fuertemente endeudadas, a raíz de las crisis de las cajas de crédito y ahorro y de los bancos comerciales, y para evitar la catástrofe de las fusiones y absorciones efectuadas mediante operaciones de endeudamiento. A los inversores tampoco les pasó inadvertido que el Tesoro estadounidense y la Reserva Federal se habían apartado de la estrategia seguida para salvar a los principales bancos internacionales con ocasión de la crisis de la deuda latinoamericana de 1982, a los inversores norteamericanos que estaban a punto de sufrir graves pérdidas como consecuencia del colapso mexicano de 1994-1995, y a los bancos internacionales, una vez más, cuando se produjo la crisis de Asia oriental en 1997-1998.

Los inversores vieron así confirmada su creencia de que Greenspan simplemente no iba a permitir que las cotizaciones cayeran demasiado, tanto más cuanto que eran conscientes de lo mucho que dependía la actual expansión económica del consumo y, por consiguiente, de los mercados de valores en alza. En realidad, Greenspan contaba probablemente con pocas opciones. El fundamento principal de la expansión estadounidense, la recuperación de la rentabilidad del sector industrial, se había debilitado bajo el impacto del dólar al alza y el empeoramiento de la sobreproducción mundial provocada por la crisis de Asia oriental. Entre 1987 y 1997, el crecimiento de las exportaciones había sido responsable de casi un tercio del crecimiento total del PIB, mientras que en 1998 y 1999, considerados conjuntamente, tan sólo del 7 por 100. A fin de evitar un estancamiento a escala internacional, la Reserva Federal estaba en efecto sustituyendo el viejo tipo de estímulo de la demanda de corte keynesiano basado en déficit públicos, por una nueva modalidad de estímulo de ésta consistente en el aumento del endeudamiento privado, tanto de las empresas como de los consumidores. El estímulo estadounidense funcionaba de forma parecida a como lo había hecho a mediados de la década de 1970 y comienzos de la de 1980 para sacar al mundo de la recesión.

La decisiva intervención de la Reserva Federal en los mercados de títulos y de crédito en el otoño-invierno de 1998 no sólo detuvo la alarmante caída del mercado de valores del verano precedente, sino que posibilitó un nuevo

récord de éste, sin la ventaja de ningún aumento de los beneficios empresariales. Así, durante 1998 y 1999, el índice de la Bolsa de Nueva York creció un 20,5 por 100 y un 12,5 por 100, respectivamente, a pesar de que los beneficios empresariales netos de intereses después de impuestos decrecieran un 3,9 por 100 y un 4,6 por 100. En esos mismos dos años, el índice S&P 500 creció un 27 y un 19 por 100, respectivamente, pese a que los incrementos de beneficios de las 500 empresas incluidas en el S&P fueran del 0 por 100 en 1998 y del 17 por 100 en 1999. La Reserva Federal volvió a tranquilizar a los mercados de crédito a finales de 1999, aparentemente con el fin de contrarrestar el eventual efecto 2000, inyectando liquidez en el sistema bancario hasta rebajar repentinamente el *Federal Funds Rate* del 5,5 a menos del 4 por 100, lo cual suponía la mayor desviación de la tasa prefijada en nueve años; de este modo, Greenspan abrió la vía a un frenético estirón final en los mercados de títulos de renta variable durante el primer trimestre de 2000. En marzo, el índice S&P 500 se había elevado un 20 por 100 por encima de su nivel a finales de octubre de 1999, esto es, 3,3 veces por encima de su nivel a finales de 1994. En cuanto al índice NASDAQ, que pondera los valores tecnológicos y relacionados con internet, su salto fue mucho más extremado, creciendo de 2.736 a principios de octubre de 1999 a 5.000 en marzo de 2000.

### *Las compras de acciones propias por las empresas*

Si bien las condiciones que favorecían la continua expansión de la burbuja bursátil fueron alimentadas por la Reserva Federal, la cotización de las acciones fue impulsada directa y conscientemente por las propias empresas. En el transcurso de la fiebre de fusiones y absorciones apalancadas de la década de 1980, las empresas habían iniciado la práctica de comprar sus propias acciones endeudándose para ello cada vez más. El notable resultado de esa práctica fue que las empresas realizaron la abrumadora mayoría de las compras de títulos de renta variable en esa época: no menos del 72,5 por 100 entre 1983 y 1990. Aunque sus gastos de capital fueron muy limitados en ese período, la generación interna de recursos de tesorería cubría tan sólo el 87,5 por 100 de esos gastos, financiándose el 12,5 por 100 restante mediante endeudamiento. De lo que se deduce que el 100 por 100 de las compras de acciones por parte de las empresas se financiaron incrementando su pasivo. Estas compras absorbieron el 50 por 100 del total del endeudamiento de las empresas, que equivalía al 125 por 100 de las reservas (beneficios después de impuestos menos dividendos), y al 25 por 100 de los flujos de tesorería (reservas más amortizaciones)<sup>12</sup>.

Durante los tres primeros años de la década de 1990, a raíz de la crisis de la deuda empresarial, las corporaciones dejaron prácticamente de comprarse acciones propias o de endeudarse. Pero a partir de 1994, retomando esa práctica donde la habían dejado durante las fusiones y absorciones apalancadas de la década de 1980, contrajeron deudas mucho mayores. Como en aquel

<sup>12</sup> FRB, *Flow of Funds*, Table F.102 Non-farm Non-financial Corporate Business (flows); Table F.213 Corporate Equities (flows).

momento, además, apenas lo hicieron para financiar inversiones en nuevas instalaciones y equipos, que seguían cubriéndose sobre todo con fondos internos, sino principalmente para comprar sus propias acciones. La reanudación de las fusiones y absorciones, que se ha acelerado en los últimos años, explica algunas de estas operaciones. Los tipos de interés reales algo más bajos, que permitían obtener créditos más baratos, junto a un sistema impositivo que grava menos los beneficios del capital que los dividendos y permite a las empresas cancelar totalmente el pago de los intereses, fueron también factores a tener en cuenta. Pero está claro que, conforme iba avanzando la década de 1990, la creciente compra de acciones propias se veía impulsada cada vez más por el deseo de los ejecutivos empresariales, que recibían una parte cada vez mayor de su salario en forma de opciones sobre acciones, de aumentar el valor de las acciones de su empresa simplemente para llenarse sus propios bolsillos. Y para ello no vacilaron en recurrir a endeudar a sus empresas cada vez más. En 1999, el ratio pasivo/capital de las 500 empresas S&P se había elevado hasta el 116 por 100, frente al 84 por 100 de finales de la década de 1980, cuando la crisis de la deuda empresarial paralizó tanto los bancos como las empresas<sup>13</sup>. En los años 1994-1999, las deudas contraídas por las empresas no financieras sumaron 1,22 billones de dólares. De ese total, las empresas emplearon el 15,3 por 100 para financiar los gastos de capital, financiando el resto de tales compras a partir de reservas más amortizaciones, mientras que dedicaron 697.400 millones, esto es, más del 57 por 100 a la compra de acciones propias. Esa cantidad equivale aproximadamente al 75 por 100 de sus reservas, y al 18 por 100 de su flujo de tesorería.

### *Burbujamanía*

En el primer trimestre de 2000, el valor de las acciones de las empresas, su capitalización de mercado, se había disparado hasta 19,6 billones de dólares desde los 6,3 billones de 1994. La incongruencia de esta cifra, y de este aumento, era evidente desde muchos puntos de vista. Era absolutamente obvia, desde luego, la falta de conexión entre el aumento de las cotizaciones y el crecimiento de la producción y, en particular, de la rentabilidad de la economía subyacente. La capitalización de mercado como porcentaje del PIB ha precisado tan sólo cinco años, de 1995 a 2000, para triplicarse, pasando del 50 por 100 del PIB al 150 por 100, pese al hecho de que los beneficios después de impuestos de las empresas sólo han crecido en un 41,2 por 100 durante ese período. En cambio, fueron necesarios trece años, de 1982 a 1995, para duplicar ese porcentaje desde el 25 por 100 hasta el 50 por 100 del PIB, pese a que los beneficios empresariales crecieron en ese período un 160 por 100<sup>14</sup>. Igualmente significativa era la divergencia sin precedentes entre la valoración de las empresas en el mercado de valores en

<sup>13</sup> Daniel BOBLER y Gary SILVERMAN, «US Risky Debt Threat to Banks», *Financial Times*, 22 de febrero de 2000.

<sup>14</sup> Martin WOLF, «Walking on Troubled Waters», *Financial Times*, 12 de enero de 2000. Las cifras de Wolf no concuerdan exactamente con las que aparecen en el más reciente FRB, *Flow of Funds*, pero son bastante parecidas.

términos del precio de sus acciones y el valor del capital financiero y físico que poseían. En el primer trimestre de 2000 la relación entre el valor en bolsa de las empresas no financieras estadounidenses y su patrimonio neto –lo que se conoce como *coeficiente Q de Tobin*– alcanzó el valor 1,92, frente al 0,94 en 1994 y el 1,14 en 1995, siendo su promedio a lo largo del siglo xx de 0,65. Era, por lo tanto, casi un 50 por 100 más alto que los dos máximos anteriores alcanzados por ese coeficiente en todo el siglo, que se produjeron, como no podía ser de otra forma, en 1929 (1,3) y en 1962 (1,2), es decir, en el momento final de los *booms* bursátiles de esas décadas.

Con los precios de las acciones de las empresas tan por encima del valor de los medios de producción y activos financieros de su propiedad, parecería que el sentido común de los inversores debería llevarles a comprar nuevas instalaciones y equipos, en lugar de comprar títulos, con el fin de garantizar el valor de cualquier cantidad de capital. El que con tanta frecuencia hicieran lo contrario era una clara indicación de que se estaba hinchando una burbuja<sup>15</sup>. Finalmente, en marzo de 2000, el PER (*price-to-earnings ratio*) de las 500 empresas S&P –la relación entre el precio de compra medio de una acción, y los beneficios anuales que proporciona– alcanzó el valor de 32. A la vista de la gran divergencia entre el aumento de la cotización de las acciones en Bolsa y el incremento de beneficios, no es de extrañar que se tratara de otro récord, al menos un tercio más alto que los máximos anteriores de este ratio en todo el siglo xx, y casi dos veces y media su promedio histórico de 13,2. La tasa de rendimiento anual de las acciones –el llamado ratio de rentabilidad, que es simplemente el PER invertido– fue, por lo tanto, extraordinariamente bajo en términos históricos, en torno al 3 por 100, frente al promedio histórico del 7,7 por 100. Cabría esperar, por consiguiente, que las acciones se consideraran como una inversión cada vez peor. El hecho de que ocurriera lo contrario suponía que la compra de acciones, en su mayor parte, respondía a la esperanza de que sus precios subieran aún más, fuera cual fuera el tipo de rendimiento de las empresas, y constituía un signo más de la dinámica de la burbuja<sup>16</sup>.

### *Las deudas de las familias*

Entretanto, los ciudadanos privados se lanzaron a su propio despilfarro. Entre 1994 y el primer trimestre de 2000 el valor de los títulos en posesión de las familias estadounidenses se elevó de 4,5 billones de dólares a 11,5 billones<sup>17</sup>. Animadas por la enorme apreciación de sus activos, las familias sintieron llegado el momento de despreocuparse por los ahorros y endeu-

<sup>15</sup> FRB, *Flow of Funds*, B. 102 Balance Sheet of Nonfinancial Corporations, línea 376; Andrew SMITHERS y Stephen SWRIGHT, *Valuing Wall Street: Protecting Wealth in Turbulent Times*, Nueva York, 2000, p. 10, Chart 2.1, y pp. 146-154 y 257. El patrimonio neto se define como los activos financieros más los activos tangibles en propiedades inmobiliarias, equipos y software, y existencias valoradas a su precio de reposición..., menos su pasivo.

<sup>16</sup> *Valuing Wall Street*, pp. 226 y 227, esp. Chart 22.1.

<sup>17</sup> FRB, *Flow of Funds*, Table L.213 Corporate Equities (levels).

darse hasta un nivel históricamente desconocido. Entre 1950 y 1992, la tasa personal de ahorro nunca había estado por encima del 10,9 por 100 ni por debajo del 7,5 por 100, excepto en tres años aislados. Entre 1992 y el primer trimestre de 2000 cayó en picado del 8,7 por 100 al 0,3 por 100. El endeudamiento familiar, por el contrario, se remontó vertiginosamente, aunque en proporción al PIB no alcanzó el nivel récord de la década de 1980, probablemente porque el endeudamiento de las familias de la clase obrera para compensar sus disminuidos ingresos no se generalizó tanto como en aquel período. Aun así, la deuda de las familias en 1999, en proporción a la renta personal disponible, alcanzó el máximo histórico del 97 por 100, por encima del promedio del 80 por 100 en la segunda mitad de la década de 1980. En ese mismo período, de 1994 a 1999, las familias fueron en cada uno de estos años vendedoras netas de títulos, por un total de 218.000 millones de dólares. Planteado crudamente, las empresas, con alguna ayuda significativa de las compañías de seguros de vida y los fondos de jubilación estatales y de los gobiernos locales, llevaron a cabo las compras netas que hicieron subir las cotizaciones, en gran medida aumentando su propio endeudamiento. Las familias se valieron de la resultante inflación de los valores de sus activos no sólo para aumentar sus deudas y disminuir sus ahorros, sino para realizar significativas ganancias de capital<sup>18</sup>.

A fin de responder a la vertiginosa demanda de créditos por las familias y las empresas para cubrir tanto el creciente consumo como la compra de acciones, las instituciones financieras tuvieron que expandir ampliamente su propio endeudamiento. Entre 1995 y 1999, el endeudamiento del sector financiero creció en dos veces y media, llegando al 10 por 100 del PIB, más del doble del promedio de la década anterior. Esto se manifestó en el rápido crecimiento de la oferta monetaria. Entre 1995 y 1999, el M3 creció con una tasa promedio anual justo por debajo del 8,3 por 100, frente al 1 por 100 anual entre 1990 y 1995. Este disparo del endeudamiento del sector financiero no es concebible sin la bendición de la Reserva Federal, que podría, por ejemplo, haber elevado los tipos de interés o los requisitos de reservas si hubiera deseado rebajar el crecimiento de las deudas para financiar el consumo y la compra de acciones. Pero nada estaba más lejos del pensamiento de Alan Greenspan que contener la hipertrofia de la burbuja bursátil. De hecho, durante los años 1998-1999, el endeudamiento del sector financiero llegó en promedio al 12 por 100 del PIB, lo que suponía un 75 por 100 más que en cualquier otro año registrado. En esos mismos dos años, para asegurarse de que la liquidez disponible era suficiente para soportar la enorme francachela que se estaba produciendo, el propio gobierno, a través de entidades como la *Federal National Mortgage Association* y la *Federal Home Loan Mortgage Association*, prestó 600.000 millones de dólares a los consumidores para compras domésticas y asuntos parecidos. Su propio

---

<sup>18</sup> FRB, *Flow of Funds*, Table F.213 Corporate Equities (flows). La cifra ofrecida aquí de las ventas netas de las familias se obtiene restando las compras netas de acciones por los fondos de pensiones, de 882.000 millones de dólares en esos años, a las ventas netas de acciones por las familias, 1.100.000 millones de dólares.

endeudamiento alcanzó casi el 30 por 100 de la deuda total del sector financiero en esos años. A finales de 1999 la deuda de las familias, de las empresas y del sector financiero estadounidenses estaban en sus niveles más altos en proporción al PIB desde el fin de la Segunda Guerra Mundial.

### *Consumo incontrolado*

Al mismo tiempo que colapsaban los ahorros, crecía el endeudamiento y se realizaban grandes ganancias de capital, el consumo personal se aceleraba, desempeñando un papel cada vez mayor en el impulso del crecimiento económico. Tras crecer a una tasa media anual del 2,9 por 100 y suscitar aproximadamente dos tercios del crecimiento del PIB entre 1985 y 1995, los gastos de las familias crecieron con un ritmo anual promedio del 4,2 por 100 entre 1995 y 1999, siendo responsables del 73 por 100 del incremento del PIB. Como esperaban probablemente la Reserva Federal y el Tesoro, esto disimuló además el colapso de las exportaciones desde finales de 1997, al crecer a la casi increíble tasa media anual del 5 por 100 y representar cuatro quintos del crecimiento anual del PIB, que aumentó a una tasa del 4,3 por 100 en 1998-1999. Para decirlo todo, tras haber crecido con una tasa media anual del 2,4 por 100 entre 1989 y 1995, el PIB creció un promedio del 4,15 por 100 entre 1995 y 1999. Según la Reserva Federal, casi la cuarta parte de este crecimiento debe atribuirse al «efecto riqueza» de un mercado bursátil que está alcanzando máximos históricos. Dicho con otras palabras, el consumo impulsado por el mercado bursátil alentó el crecimiento del PIB durante este período en un tercio, poco más o menos. Los salarios reales también comenzaron a crecer sustancialmente en 1998 y 1999, a un promedio del 3,3 por 100 en el sector no agrícola, tras haber mantenido un aumento medio anual del 0,3 por 100 entre 1986 y 1996, lo que dio un nuevo empuje al consumo en esos años.

La oferta estadounidense no podía mantenerse a la altura de este nivel de demanda. En 1998-1999 el incremento en las compras domésticas brutas sobrepasó al de la producción doméstica bruta en un 25 por 100. Para colmar esa diferencia ha habido que recurrir a bienes producidos en el extranjero, con lo que las importaciones reales de bienes y servicios crecieron al ritmo muy rápido del 11,2 por 100 entre 1995 y 1999, frente al 6,1 por 100 anual registrado entre 1985 y 1995. Este crecimiento desmesurado de las importaciones estadounidenses fue decisivo para la revitalización de la economía mundial a partir de 1995, e indispensable para evitar que ésta cayera en la depresión a raíz de la crisis de Asia oriental de 1997-1998. Durante los primeros años de la década de 1990, el déficit por cuenta corriente estadounidense retrocedió algo desde los niveles récord alcanzados en la segunda mitad de la de 1980. Pero a partir de 1994-1995, cuando la economía comenzó a expandirse, la balanza exterior se desequilibró de nuevo. Una vez que en 1998 colapsó el crecimiento de las exportaciones y se aceleró el consumo, los déficit comercial y por cuenta corriente crecieron vertiginosamente, alcanzando nuevos récords en 1999 y 2000.

Para financiar esos déficit, Estados Unidos no tenía otra salida que contraer nuevas obligaciones frente a compradores extranjeros. Pero los inversores extranjeros no necesitaban incentivos adicionales para comprar activos norteamericanos, y su prisa por hacerse con ellos contribuyó considerablemente a hinchar la burbuja. Ese proceso se hallaba en marcha en 1995, cuando el gobierno japonés y los de otros países de Asia oriental intentaron reducir sus tipos de cambio comprando bonos estadounidenses y los compradores privados siguieron el ejemplo para sacar ventaja del dólar al alza. Pero en 1997 la composición de las compras desde el extranjero cambió de forma significativa. Varios gobiernos de Asia oriental se vieron obligados a liquidar sus activos en dólares en un esfuerzo por sostener sus monedas en declive. Por otra parte, los inversores privados extranjeros veían cada vez más a Estados Unidos como un puerto seguro en un mundo bajo la amenaza de la recesión, lo que les llevó a aumentar sus inversiones directas, convirtiéndose así en protagonistas aún más decisivos en los mercados estadounidenses de acciones y obligaciones privadas. En el primer trimestre de 2000, estos inversores efectuaron el 30 por 100 de las compras totales de acciones, frente al 15 y el 7 por 100 registrados respectivamente en 1999 y 1998, y el 40 por 100 de la compra total de obligaciones, frente al 33 y el 20 por 100 registrados respectivamente en 1999 y 1998.

El crecimiento de la participación extranjera en estos mercados amplificó el *boom* de los activos estadounidenses, en la medida en que los prestamistas extranjeros subvencionaban directa e indirectamente el consumo impelido por el endeudamiento, de forma que la demanda estadounidense pudiera subvencionar sus propias exportaciones. El hecho es que el grueso de los activos que compraron podía liquidarse con relativa facilidad; sus compras privadas de bonos del Tesoro y de obligaciones y acciones de las empresas estadounidenses alcanzaron entre 1995 y el primer semestre de 2000 aproximadamente 1,6 billones de dólares, frente a unos 900.000 millones colocados en inversiones directas. En el primer semestre de 2000 los activos brutos estadounidenses en manos del resto del mundo alcanzaron 6,7 billones de dólares, el 67 por 100 del PIB estadounidense, frente a 3,4 billones de dólares, o sea el 46 por 100 del PIB, en 1995. De estos activos, 3,49 billones de dólares estaban constituidos por certificados del Tesoro y por obligaciones y acciones de empresas estadounidenses, frente a 1,2 billones de dólares en inversiones directas<sup>19</sup>. La dependencia de la prosperidad norteamericana –y las perspectivas de expansión global– con respecto a las compras extranjeras sin precedentes de activos estadounidenses es evidente. También lo es, en consecuencia, la vulnerabilidad de la expansión estadounidense frente a cualquier retirada de la confianza extranjera.

---

<sup>19</sup> FRB, *Flow of Funds*, Table L.107 Rest of the World (levels). Entre 1995 y 2000, los activos estadounidenses *netos* en posesión del resto del mundo se duplicaron, alcanzando 1,4 billones de dólares, o el 14,2 por 100 del PIB, comparado con 0,7 billones, o el 9,4 por 100 del PIB, cinco años antes. «Activos netos» significa aquí simplemente activos brutos en posesión del resto del mundo menos deudas contraídas por el resto del mundo con entidades estadounidenses (lo que aquí incluye el valor de mercado de los títulos extranjeros en posesión de residentes estadounidenses).

## IV. LOS PERFILES Y CARACTERÍSTICAS DE LA EXPANSIÓN ECONÓMICA

Dado el extraordinario bombo publicitario que la rodea, deberían tenerse presentes los perfiles de la expansión de la década de 1990 y el *boom* al que ha dado lugar. En 1999 Alan Greenspan se mostraba entusiasmado: «Estamos siendo testigos en esta década de la demostración más convincente en toda la historia de la capacidad productiva de los pueblos libres operando en mercados libres». Se le veía claramente seducido por su propia creación. Pero aun aceptando los datos sin más, no hay razones para pensar que hayamos entrado en el reino de una «nueva economía», si por ello se entiende una economía dotada de una productividad y vitalidad únicas (o al menos desacostumbradas) en términos históricos, y no sólo una fase de mayor dinamismo en comparación con el largo desfallecimiento de las dos décadas posteriores a 1973.

El comportamiento de la economía estadounidense en el conjunto de la década de 1990 no puede compararse ni remotamente con el de las tres primeras décadas tras la Segunda Guerra Mundial. El ciclo económico ha sido más dinámico, pero no demasiado, que los de las décadas de 1980 (1979-1990) o 1970 (1973-1979). Además, en la medida en que mejoró a sus predecesores, ello se debió enteramente a la aceleración del crecimiento a partir de 1995<sup>20</sup>. Hasta entonces, el comportamiento estadounidense durante la década de 1990 no era mejor que el observado en las décadas de 1970 y 1980, por no hablar de las de 1950 ó 1960. En términos del crecimiento del PIB fue de hecho peor. Desde 1995 la expansión se ha hecho considerablemente más potente. Pero incluso el *boom* de los cuatro años y medio transcurridos entre 1995 y mediados de 2000 apenas si ha igualado la expansión económica registrada durante los veintitrés años transcurridos entre 1950 y 1973, en términos de crecimiento anual medio del PIB -4,15 frente a 4,2 por 100-, de la productividad del trabajo -2,7 frente al 2,7 por 100-, de los salarios reales -1,8 frente al 2,7 por 100-, o de la tasa de desempleo -4,7 frente al 4,2 por 100-, a pesar de que ese largo período, a diferencia del quinquenio que estamos considerando, incluyó varias recesiones. Por otra parte, la magnitud de la expansión de la economía estadounidense durante el largo período de crecimiento de posguerra no se podía comparar ni remotamente con las de Japón o la mayoría de los países de Europa occidental.

También hay que señalar que el ritmo de creación de empleo en Estados Unidos durante la década de 1990 ha sido menor que durante los auges de las de 1970 y 1980, y que si se han alcanzado tasas de desempleo tan bajas ha sido principalmente porque la expansión comenzó con poca holgura en el

<sup>20</sup> En realidad, si se considera únicamente la *expansión* de la década de 1990, esto es, el período del ciclo económico desde su punto más bajo, «no se ha tratado de una expansión con una tasa de crecimiento más alta, [e] incluso durante los últimos cuatro años, el crecimiento medio sólo igualó al de la expansión de la década de 1980 y estuvo muy por debajo del de la de 1960». Bank for International Settlements, *70th Annual Report 1999-2000*, Basilea, 5 de junio de 2000, p. 13. La razón de que el ciclo económico de la década de 1990 en su conjunto parezca ligeramente mejor que sus predecesores de las de 1980 y 1970 es que la recesión de 1990-1991 con la que comenzó fue mucho menos profunda que las de 1974-1975 y 1979-1982.

mercado de trabajo, comparada con las anteriores. Además, el crecimiento de los salarios reales sólo ha sido razonablemente rápido a partir de 1998. De hecho, hasta 1997 el nivel del salario real por hora en la economía no agrícola no era más alto que en 1992. Para los trabajadores manuales y no ejecutivos, la situación era mucho peor: en 1999 su salario real medio por hora no sobrepasaba el de 1970 y estaba todavía más de un 5 por 100 por debajo del máximo alcanzado en 1979. Es de señalar que la distribución de la riqueza en el transcurso de la década de 1990 fue ostensiblemente a peor: entre 1989 y 1997 el 1, el 5 y el 10 por 100 más acomodado incrementó su patrimonio neto respectivamente en un 11,3, un 10 y un 4,1 por 100, mientras el 90 por 100 restante vio disminuir su participación en la riqueza en un 4,4 por 100<sup>21</sup>.

Lo que quizá sea más revelador es que la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo alcanzada en el sector industrial estadounidense desde 1993, cifra que se cita más a menudo como prueba del surgimiento de una «nueva economía», no es mucho mejor que la de sus principales rivales. Mientras que la productividad en el sector industrial estadounidense creció a un ritmo anual del 4,7 por 100 entre 1993 y 1999, en Francia y Alemania creció a una tasa media del 5 por 100 (en 1998) y del 4,25 por 100, respectivamente. En el mismo período, la productividad del sector industrial japonés descendió un poco, registrando un promedio del 3,7 por 100, pero esto se debió claramente a la recesión (que provocó un aumento de productividad negativo durante un par de años). De hecho, entre 1990 y 1998 la productividad del trabajo no agrícola creció en el área del euro poco más o menos como en Estados Unidos, con un promedio del 2 por 100 anual, y el incremento en la productividad total de los factores fue algo más alto<sup>22</sup>.

### *Una vitalidad renacida*

Teniendo presente todo esto, sigue siendo cierto que, si se tiene en cuenta la aceleración del crecimiento iniciada en 1996, el ciclo económico de la década de 1990 representa una ligera mejora con respecto a los ciclos de las de 1970 y 1980, y que el reciente *boom* estadounidense de cuatro o cinco años representa una clara discontinuidad en el contexto del largo estancamiento del último cuarto de siglo. ¿Cómo deberían interpretarse esas cifras? Es evidente que en el transcurso de la década de 1990 la economía estadounidense ha mostrado un importante incremento de vitalidad, expresado en las aceleraciones interrelacionadas de la inversión y la productividad en la economía no agrícola, tras períodos muy amplios de

<sup>21</sup> Bank for International Settlements, *70th Annual Report 1999-2000*, Basilea, 5 de junio de 2000, p. 14; Lawrence MISHEL *et al.*, *The State of Working America 2000-2001* (preliminary edition), Ithaca, 2000, p. 121, Fig. 2A; Lawrence MISHEL *et al.*, *The State of Working America 1998-1999*, Ithaca, 1999, p. 264, Table 5.6.

<sup>22</sup> US Bureau of Labor Statistics, «International Comparisons of Manufacturing Productivity and Unit Labor Cost Trends, Revised Data for 1998», New Release, p. 7, Table B, y p. 17, Table 1; «Europe's Economies: Stumbling Yet Again?», *The Economist*, 16 de septiembre de 2000, p. 78, chart 2.

estancamiento en la inversión y aumentos de la productividad muy lentos<sup>23</sup>. Entre 1995 y mediados de 2000, instalaciones y equipos empresariales reales representaron en promedio el 17 y el 9,7 por 100, respectivamente, del PIB, comparados con el 14,6 y el 6 por 100 registrados durante la expansión de ocho años de la década de 1980, y el 13,4 y el 3,4 por 100 observados durante la expansión de nueve años que se verificó en la de 1960. En ese período de cuatro años y medio, el crecimiento en la productividad del trabajo no agrícola alcanzó un promedio del 2,7 por 100, frente al 1,6 por 100 registrado entre 1990 y 1995 y al 1,4 por 100 registrado entre 1973 y 1990<sup>24</sup>.

A la luz de ese incremento en la tasa de acumulación de capital, las cifras que indican un salto paralelo en el aumento de la productividad del trabajo, aunque fueran exageradas, parecen convincentes, pese a la controversia técnica que las rodea. La cuestión está clara para el sector industrial, simplemente por el carácter tan pronunciado de la aceleración tanto de la productividad como de la inversión, y porque se ha dado donde cabía esperar. En el período que media entre 1993 y 1999, la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo en el sector industrial fue más de un tercio mayor que durante la expansión que tuvo lugar entre 1982 y 1990. Parece más que razonable considerar que ese impresionante aumento proviene del incremento del 100 por 100 en la tasa de crecimiento del *stock* de capital en el mismo período, comparado con el registrado durante el periodo 1982-1990. Y es así sobre todo porque, por primera vez desde el largo declive iniciado hacia 1973, el ratio capital-trabajo pudo crecer consistentemente durante la expansión, con una tasa media anual del 1,8 por 100 entre 1993 y 1998, frente al 0 por 100 entre 1975 y 1979, así como entre 1982 y 1990<sup>25</sup>. Es muy significativo que en el sector de bienes de consumo duradero, el aumento en la productividad del trabajo se incrementara un 7 por 100 en el período 1993-1999, frente al 3,9 por 100 entre 1982 y 1990. Ahí es donde cabía esperar que estuvieran desproporcionadamente concentrados los aumentos de

---

<sup>23</sup> En lo que sigue, me inclino a aceptar, aunque sólo sea por no enredar la discusión, las estadísticas económicas revisadas del gobierno, y trato de presentar una imagen coherente basada en ellas. Pero debe tenerse en cuenta que los cambios en los métodos de medición han sido enormes, y que las cifras resultantes podrían sobreestimar decisivamente el crecimiento de ciertas variables clave.

<sup>24</sup> Bank for International Settlements, *70th Annual Report 1999-2000*, p. 13. Las cifras del crecimiento de la inversión real en ese período se han puesto en cuestión, porque parecen basarse en parte en la atribución de descensos de precios poco creíbles por su magnitud a los componentes del crecimiento de la inversión. Sin embargo, el hecho de que el crecimiento de las inversiones no agrícolas en términos nominales fuera también tan rápido –un promedio del 9 por 100 anual durante la expansión de la década de 1990 (1991-2000), frente al 4,9 por 100 anual durante la expansión de la de 1980 (1982-1990), cuando la inflación era significativamente más alta– otorga cierta credibilidad a las pruebas de que la acumulación de capital fue efectivamente muy rápida. *Economic Report of the President 2000*, p. 326, Table B-16.

<sup>25</sup> En los ciclos económicos de las décadas de 1970 y 1980, los aumentos en el ratio capital-trabajo se produjeron únicamente durante las recesiones, como consecuencia de bruscas caídas absolutas en el volumen de la fuerza de trabajo empleada, y no porque el aumento del *stock* de capital fuera mayor que el de la fuerza de trabajo.

productividad, ya que fue ahí donde se concentró principalmente la aceleración de la inversión, con un incremento en el sector de los bienes duraderos que alcanzó un promedio del 12,3 por 100 entre 1993 y 1998, frente al 6,3 por 100 registrado en el sector de bienes de consumo no duradero. Es también aquí donde se localizan las industrias con un crecimiento más notable: maquinaria industrial y comercial, incluyendo ordenadores, y maquinaria eléctrica, incluidos semiconductores.

Los aumentos de productividad en el resto de la economía son más difíciles de evaluar, debido a su gran dispersión. La productividad del trabajo en el sector no industrial creció a una tasa media anual del 2,4 por 100 entre 1995 y 1999, tras haberse mantenido estancada, o casi, durante los dieciocho años anteriores. Incluso en 1995, el nivel de la productividad del trabajo en este sector fue escasamente el 4 por 100 más alto que en 1977. El hecho de que el aumento en la productividad no industrial no empezase hasta que se aceleró el del volumen de la producción a partir de 1996, ha llevado a cierto número de analistas a presentar al primero como subproducto del segundo, argumento que quizá no pueda mantenerse. Según ese razonamiento, el aumento registrado en la productividad del trabajo fuera del sector industrial se debería en gran medida a las crecientes presiones sobre los trabajadores en respuesta a la rápida expansión de la demanda, lo que expresaría la aceleración habitual detectable en las últimas fases del ciclo económico, en las que el crecimiento de las inversiones normalmente declina. Sin embargo, el hecho de que el aumento de las inversiones durante la década de 1990 en realidad se haya acelerado al ir madurando el ciclo económico, lo que es muy atípico, pone esa opinión en cuestión, de forma que es muy posible que el aumento de producción por hora registrado exprese la mejora en las instalaciones y equipo a disposición de los trabajadores, más que un mayor esfuerzo por parte de éstos. El crecimiento medio anual de las inversiones en el sector no industrial, en términos nominales, ha estado por encima del 10 por 100 durante la expansión cíclica iniciada en 1991 –más del doble que en la expansión comparable de la década de 1980, mucho más inflacionaria– y alcanzó su punto más alto en el primer semestre de 2000. En ese mismo período, además, la inversión nominal en el proceso de informatización y en software creció desde aproximadamente el 30 hasta el 35 por 100 del total. Resulta difícil creer que los patronos hubieran hecho gastos tan grandes durante un período tan largo si estos no estuvieran contribuyendo en gran medida a su rentabilidad, incrementando sustancialmente el crecimiento de la productividad.

La contención de la inflación durante la década de 1990 es acorde con el análisis precedente. No es difícil dar cuenta de la estabilidad de los precios durante la primera mitad de la misma. En esos años, el crecimiento de los salarios reales fue efectivamente nulo, de forma que la presión al alza de los costes sobre los precios fue mínima. Como el crecimiento del PIB en esos años fue también muy limitado, el aumento de la demanda fue aún más bajo que durante las décadas de 1970 y 1980. Lo confirma, como hemos dicho, que la Reserva Federal elevara tanto los tipos de interés en

1994. Lo que requiere más explicación es la baja tasa de inflación en el siguiente quinquenio frente a un rápido crecimiento del PIB, una importante caída del desempleo y un aumento de los salarios reales. Sin duda, la situación debilitada de los trabajadores siguió siendo decisiva para mantener limitados los aumentos de precios. La afiliación a los sindicatos en el sector privado, durante la segunda mitad de la década, se mantuvo por debajo del 10 por 100 de la fuerza de trabajo estadounidense, pese a los esfuerzos de la AFL-CIO y su nueva dirección. Por otro lado, a pesar del bajo desempleo, la inseguridad de los trabajadores seguía siendo grande, ya que los despidos seguían siendo muy numerosos y la rotación del personal alta, y la elevada proporción de fuerza de trabajo en puestos con bajos salarios seguía trabando la capacidad de negociación de los mejor pagados. Aunque unos mercados de trabajo cada vez más ajustados han forzado el crecimiento de los salarios en un grado significativo, éstos no han reducido hasta ahora los beneficios ni han elevado significativamente los precios, y es improbable que así suceda, simplemente porque las empresas cuentan ahora con la capacidad de forzar a que los aumentos en los salarios reales se acomoden al aumento de productividad<sup>26</sup>.

La fuerza principal que ha mantenido limitada la inflación durante la segunda mitad de la década ha sido probablemente el crecimiento tan lento de los precios industriales a escala mundial así como los de las importaciones estadounidenses, como consecuencia de la elevada cotización del dólar y de la situación de crisis en otros países. El estancamiento de las economías de Asia oriental, en particular, ha mantenido muy estables los precios de las importaciones de productos industriales. Además, con la flojedad que la demanda mundial presentó desde 1997 hasta 1999, los precios de las materias primas, especialmente del petróleo, se han mantenido bajos hasta muy recientemente. Finalmente, como el dólar ha aumentado mucho su valor, los bienes procedentes del extranjero son mucho más baratos en Estados Unidos. En estas circunstancias ha sido extremadamente difícil para los vendedores norteamericanos de bienes comercializables elevar los precios. Aun así, no debe minusvalorarse el efecto antiinflacionista del rápido aumento de la productividad en el sector industrial estadounidense, que hizo disminuir el crecimiento anual promedio de los costes unitarios del trabajo entre 1995 y 1999 un 1,2 por 100. El aumento de la productividad ha sido importante también fuera de la industria, en la medida en que los incrementos de precios se han mantenido bajos en el conjunto de la economía no agrícola, esto es, fuera del sector de bienes comercializables.

Finalmente, y ha sido crucial, el rápido incremento del *stock* de capital, al evitar la utilización exhaustiva de la capacidad productiva durante gran parte de la expansión, pese al crecimiento acelerado del PIB, también ha sido decisivo para contener los costes y precios. A pesar de la duración

---

<sup>26</sup> Esto no significa, por supuesto, que si se manifiestan problemas de demanda en forma de un crecimiento más lento de la producción o de los precios, unos salarios reacios a su ajuste no pudieran disminuir los beneficios o conducir a una mayor inflación.

desacostumbrada de la expansión de la década de 1990, la tasa de funcionamiento de las instalaciones fabriles a comienzos de 1999 estaba más de un punto porcentual por debajo de su promedio en los últimos 30 años. Para decirlo de otra manera, la utilización de la capacidad productiva era un poco menor en 1999 que en 1993. Durante los últimos dos años y medio, desde 1997 hasta mediados de 2000, el aumento de los salarios reales en la economía no agrícola ha alcanzado en promedio el 2,9 por 100 anual, mientras que el aumento de los costes unitarios del trabajo en el mismo período sólo ha sido del 1,6 por 100, una pizca más alto que el de los precios de los productos, que ha sido del 1,4 por 100.

En resumen, un crecimiento explosivo del consumo familiar, basado en una reducción récord de los ahorros y un crecimiento sin precedentes del endeudamiento privado, comenzó a amplificar la expansión estadounidense en 1996 y aseguró su prolongación en 1998. Lo que también ha distinguido la trayectoria seguida por la economía en estos años ha sido que una demanda en rápida expansión quedó equilibrada por el rápido crecimiento de la oferta y la baja tasa de inflación, esto es, por el aumento de la producción sin que se elevaran los precios. Responsable en último término de esta mejora del comportamiento ha sido el importante incremento de las tasas de beneficio antes y después de impuestos, iniciado en el sector industrial entre 1985 y 1995, pero que se extendió más allá entre 1995 y 1997, originando una muy significativa revitalización, si no la total recuperación, de la rentabilidad general no agrícola, en comparación con el período de expansión de posguerra. Durante la década de 1970, debido al aumento de los déficit federales, el endeudamiento conjunto público y privado, en proporción al PIB, fue un 50 por 100 más alto que a finales de la década de 1990. Pero como las tasas de beneficio eran significativamente más bajas, las empresas contaban con excedentes disponibles relativamente menores para invertir, y muchas estaban al borde de la quiebra. El resultado fue una pérdida de poder adquisitivo, es decir, aumentos de precios relativamente mayores, e inversiones, productividad y aumento de la producción relativamente menores, como respuesta a cualquier incremento dado de la demanda global. Durante la década de 1980, el déficit conjunto público y privado fue más elevado como porcentaje del PIB que en la de 1970. Pero las tasas de beneficio todavía bajas y los tipos de interés muy altos mantuvieron casi congelado el crecimiento de la productividad y de la inversión. En este contexto, al ser impulsada la expansión mediante el endeudamiento, la inflación se mantuvo baja gracias al muy lento crecimiento de los salarios nominales (y reales), así como a un dólar muy alto durante la primera mitad de la década de 1990.

Durante este último período de tiempo, por el contrario, conforme la rentabilidad antes y (aún más) después de impuestos se aproximaba a los máximos de mediados de la década de 1960 desencadenando un mayor crecimiento de la inversión, de la capacidad industrial y de la productividad en la segunda mitad de la década, la oferta interna pudo mantener el ritmo de la demanda impulsada por el endeudamiento como no pudo hacerlo durante la mayor parte del largo período anterior. No sólo se con-

tuvieron los aumentos de precios, sino que los aumentos salariales se acomodaron sin demasiada presión a la tasa de beneficio, al menos fuera del sector industrial (que sufrió de hecho una contracción como consecuencia de la caída de los precios mundiales a partir de 1998). Un incremento «artificial» de la demanda, basado en el endeudamiento y, en último término, en el aumento del precio de las acciones, impulsó la expansión después de 1995, lo cual hizo posible que la economía pudiera responder con mucho más vigor de lo que lo había hecho durante mucho tiempo.

## V. ¿PUEDE MANTENERSE LA EXPANSIÓN ECONÓMICA?

La cuestión, evidentemente, es si podrá mantenerse la expansión. La hipertrofia de la burbuja, que ha impulsado la expansión hasta ahora, ¿encontrará su Némesis en una corrección a la baja de las cotizaciones, como sucedió en Japón a comienzos de la década de 1990? Las autoridades estadounidenses, muy conscientes de este peligro, cuentan con la frenética expansión del consumo familiar antes de que se detenga para situar la economía sobre una base más sólida, catalizando una transición suave de la crisis internacional de 1997-1998 a un crecimiento sostenido a escala mundial. Al alentar las expansiones basadas en la exportación en el conjunto de la economía global, y provocar así una aceleración recíproca de la demanda extranjera de productos norteamericanos, el crecimiento del consumo estadounidense posibilitará, en el escenario pretendido, que sus empresas industriales recuperen los niveles de crecimiento de las exportaciones de que disfrutaron hasta 1997, y con ellos sus tasas de beneficio anteriores. Al mismo tiempo, se espera que la inversión fuera del sector industrial crezca lo bastante rápido como para mantener los aumentos de productividad al menos al nivel de los últimos cuatro o cinco años, elevando aún más la tasa de beneficio en los servicios. La economía podría así romper su actual dependencia del consumo basado en el endeudamiento, desplazando la base de la expansión hacia las exportaciones e inversiones, y proporcionando con ello un fundamento más firme para las elevadas cotizaciones de Bolsa (que podrían experimentar una «corrección» a la baja, sin hundirse bruscamente).

Hacia mediados de 2000 la economía estadounidense parecía evolucionar en el sentido deseado por las autoridades. Se estaba expandiendo de forma extraordinaria, acelerando su ritmo de una forma raramente vista en una fase tan tardía de una expansión económica. En los doce meses anteriores, el PIB había crecido un 6,1 por 100. En el mismo período, la productividad del trabajo no-agrícola había aumentado al asombroso ritmo del 7 por 100, mucho más elevado que el muy respetable 4,1 por 100 alcanzado el año anterior. Este resultado puede atribuirse seguramente a la inversión todavía creciente, que aumentó un 14,2 por 100 en esos doce meses, lo que representaba una tasa anual del 18 por 100 para el primer semestre de 2000. Por otra parte, pese al gran salto del PIB y del aumento de productividad, los salarios reales crecieron tan sólo un 1,4 por 100 durante esos doce meses, la mitad del 2,7 por 100 que habían crecido en los doce meses anteriores,

y el aumento total en el año 2000, de mantenerse los índices correspondientes al primer semestre, habría sido tan sólo del 0,8 por 100. Las empresas, entretanto, pudieron elevar sus precios significativamente más que durante el año anterior, especialmente en el primer semestre de 2000, lo que apuntaba a un aumento interanual del 2,7 por 100 en este año. Las cosas difícilmente podrían ir mejor para el capital, y no es ninguna sorpresa que durante el primer semestre los beneficios empresariales (excluidos intereses) crecieran a un ritmo del 14 por 100 anual.

Al mismo tiempo, la economía estadounidense en expansión estimuló efectivamente un crecimiento más rápido en gran parte del mundo, especialmente de Asia oriental y Europa occidental, y se benefició a su vez del aumento de ventas en el extranjero. Corea, por ejemplo, parecía haber salido de su crisis. Sus exportaciones hacia Estados Unidos se dispararon creciendo un 20-25 por 100 durante 1999 y el primer semestre de 2000, mientras que el PIB coreano crecía un 11 por 100 en 1999 y apuntaba hacia un índice casi tan alto en 2000. Taiwán, Hong Kong y Singapur funcionaban poco más o menos igual de bien. Las economías del euro, cuyas exportaciones hacia Estados Unidos crecieron a una tasa anual del 11 por 100 en 1999-2000, siguieron expandiéndose tan rápidamente como vienen haciéndolo desde finales de la década de 1980, con una tasa media anual superior al 3,5 por 100, disminuyendo también el desempleo. En ese contexto dinámico de crecimiento cíclico internacional, las exportaciones estadounidenses también se aceleraron, creciendo las exportaciones de bienes reales un 13,3 por 100 desde julio de 1999 a julio de 2000, frente a un 2,2 por 100 en 1998 y un 4 por 100 en 1999. El escenario diseñado por las políticas de Greenspan-Summers-Clinton parecía estar cuajando, y la perspectiva de una nueva larga expansión no podía calificarse alegremente de fantasía.

Para contribuir a asegurar el resultado deseado, Greenspan revirtió durante el segundo semestre de 1999 su política de 1998 de reducir los tipos de interés para hacer subir la Bolsa, elevándolos hasta la fecha en un total del 1,75 por 100. El ajuste fue muy benigno, por no decir nulo. En el verano de 2000, el aumento de los precios lo había contrarrestado hasta el punto de que los tipos de interés reales todavía no habían superado su nivel cuando comenzó el ajuste. La presidencia de la Reserva Federal aparentemente confía en que, del mismo modo que su patente deseo de un aumento del precio de las acciones impulsó el alza en la Bolsa en el otoño de 1998, sin necesidad de reducir espectacularmente los costes de endeudamiento, su no disimulado anhelo de que ahora limiten su ascenso —o incluso experimenten una modesta «corrección»—, traiga consigo el resultado apetecido sin tener que adoptar medidas más estrictas. El objetivo explícito consiste en reducir el consumo familiar y con él las importaciones enfriando así los mercados de valores<sup>27</sup>. Sin embargo, sigue estando abierta la cuestión de si Estados

---

<sup>27</sup> En el otoño de 2000, el deseo de Greenspan se estaba haciendo realidad, en la medida en que el índice S&P 500 se mantenía estancado durante meses, y el índice NASDAQ de los valores tecnológicos y relacionados con Internet, foco central de la burbuja, había caído un 40 por 100.

Unidos será capaz de conseguirlo sin poner en peligro su propia expansión y sin exponer al resto del mundo al riesgo de un estancamiento o algo peor. El giro que la economía estadounidense debe llevar a cabo la devolvería en gran medida a la vía más orientada hacia las exportaciones que recorría en 1997, complementada esta vez, en lo posible, con un crecimiento acelerado de las exportaciones entre los socios y rivales comerciales de Estados Unidos. Una división mundial del trabajo mutuamente expansiva conferiría a todos los participantes, como en los libros de texto, suficientes beneficios para mantener una expansión internacional coordinada. Para reforzar aún más ese proceso, el sector no industrial de bienes no comercializables estadounidense tendría que ser capaz de mantener una espiral virtuosa de elevadas tasas de beneficio, conducentes a mayores aumentos en las inversiones y la productividad, que desencadenarían a su vez un crecimiento más rápido de los salarios y un mercado interno dinámicamente expansivo.

### *¿Sobreproducción internacional?*

Pero no se pueden dar por garantizados ni el retorno a una vía de expansión internacional complementaria en lugar de competitiva, ni la prolongación de la alta inversión en el sector de bienes no comercializables. Para empezar, hay que recordar que durante 1998 a las principales economías industriales del mundo –tanto en Estados Unidos y Asia oriental como en Europa occidental y Japón–, les resultó difícil, si no imposible, expandirse y prosperar juntas, dadas la capacidad y producción excedentarias existentes a escala internacional en el sector industrial. Desde 1995, como hemos visto, un dólar al alza y el crecimiento acelerado de la economía estadounidense espolearon un fuerte crecimiento de las importaciones de Estados Unidos, lo que a su vez disparó una nueva expansión cíclica en gran parte del mundo, sacando a Europa occidental y Japón del estancamiento como habían hecho a raíz de los descensos cíclicos de mediados de la década 1970 y comienzos de la de 1980 (pero no en los primeros años de la de 1990, cuando el crecimiento más lento en Estados Unidos y un dólar a la baja reafirmaron las recesiones en Japón y Europa occidental). De hecho, el crecimiento del PIB en 1997 para las economías del G7 y la OCDE consideradas conjuntamente alcanzó el máximo de la década. Pero los elevados tipos de cambio en Estados Unidos y la fuerza de tracción del dólar sobre las economías de Asia oriental, tan esenciales para la revitalización de las exportaciones desde Europa occidental y Japón, condujeron rápidamente a una disminución de la competitividad y rentabilidad del sector industrial estadounidense que amenazó, en el otoño-invierno de 1998, con devolver la economía internacional, incluida la estadounidense, a la recesión o a algo peor. La sobrecapacidad y sobreproducción internacionales, manifestadas en la continua presión a la baja sobre la tasa de beneficio en el sector industrial internacional, ha asomado de nuevo su feo rostro.

*The Economist* en un estudio publicado a comienzos de 1999 afirmaba lo siguiente: «Debido a la enorme sobreinversión, especialmente en Asia, el

mundo rebosa con una capacidad de producción excesiva en chips para ordenador, acero, automóviles, textiles y productos químicos... Se estima que la industria automovilística, por ejemplo, cuenta con un 30 por 100 de capacidad excedentaria a escala mundial, y sin embargo se están construyendo nuevas fábricas en Asia». *The Economist* prosigue afirmando que: «No es probable que se acabe pronto con esa capacidad excedentaria, ya que las empresas atiborradas de liquidez encuentran incentivos para mantener las fábricas funcionando, aunque sea con pérdidas, para generar ingresos. La sobreadundancia global está haciendo bajar los precios inexorablemente. La devaluación no puede hacer desaparecer la capacidad excedentaria, simplemente desplaza el problema hacia otros». El balance con que concluía era que el foso mundial existente entre la capacidad industrial y su uso estaba aproximándose a sus niveles más altos desde la década de 1930<sup>28</sup>.

Desde 1998, como hemos visto, el crecimiento del consumo basado en el endeudamiento sirvió como sustituto para aumentar la competitividad industrial y hacer crecer las exportaciones, impulsando la economía estadounidense y permitiéndole aplazar por el momento estos problemas de alcance sistémico global. Pero la cuestión que se plantea es si Estados Unidos puede ahora revertir el proceso, al mismo tiempo que sus rivales mantienen sus propias expansiones basadas en la exportación. La recuperación internacional que ha cobrado fuerza desde 1999 ha ofrecido pocas pruebas de que las principales economías industriales del mundo puedan por fin expandirse a un tiempo, al menos sin el apoyo de un déficit por cuenta corriente estadounidense que alcanza nuevos récords cada año, esto es, sin la prolongación de la expansión del consumo norteamericano. El crecimiento de las exportaciones desde Estados Unidos ha respondido en parte a la incipiente expansión económica internacional, posibilitada en gran medida por el aumento de las importaciones estadounidenses, pero sigue siendo insuficiente, ya que el nivel de las exportaciones estadounidenses a mediados del año 2000 está un 30 por 100 por debajo del de sus importaciones. Esto significa que las exportaciones tendrán que crecer de ahora en adelante aproximadamente una tercera parte más rápido que las importaciones, si se quiere evitar que el déficit comercial se amplíe aún más. En los doce meses transcurridos de julio de 1999 a julio de 2000, las exportaciones estadounidenses crecieron en torno a un 13 por 100, pero las importaciones aumentaron un 22 por 100. Si ese ritmo de crecimiento de las importaciones se mantuviera durante todo el año 2000, las exportaciones tendrían que crecer un imposible 28,5 por 100 anual tan sólo para mantener el déficit comercial en

---

<sup>28</sup> «Could it Happen Again?», *The Economist*, 22 de febrero de 1999. Como señalaba el Bank for International Settlements unos meses después: «La excesiva capacidad industrial en muchos países y sectores sigue siendo una grave amenaza para la estabilidad financiera. Sin una reducción ordenada o desmantelamiento de esa capacidad excedentaria las tasas de rentabilidad del capital seguirán disminuyendo, con efectos potencialmente debilitadores y a largo plazo en la confianza y el gasto en inversión. Además, la solvencia de las instituciones que han financiado esta expansión de capital se hace cada vez más cuestionable», *69th Annual Report 1998-1999*, Basilea, 7 de junio de 1999.

los actuales 30.000 millones de dólares mensuales. Sigue sin aclararse, por lo tanto, cómo se podría evitar que el déficit por cuenta corriente alcance el 4,5 o el 5 por 100 del PIB en 2000, estableciendo así un nuevo récord.

En la actual expansión internacional, como en la de 1996-1997 (e igualmente en las recuperaciones cíclicas anteriores de principios de la década de 1980 y mediados de la de 1970), los principales rivales y socios de Estados Unidos en Europa occidental y Asia oriental han dependido para acelerar su crecimiento de una combinación de tipos de cambio extremadamente bajos (en particular el euro) y de un mercado de importaciones estadounidenses muy activo. Si el aumento del PIB estadounidense y del mercado norteamericano se frenara significativamente, resulta difícil creer que el estímulo exterior a las exportaciones estadounidenses creciese. Por el contrario, para que el mercado mundial se expanda lo bastante para absorber el crecimiento de las exportaciones estadounidenses con su rápida tasa actual, parece que las importaciones y el déficit por cuenta corriente deben crecer de forma enorme. De esto se deduce que para que la economía estadounidense y la mundial sigan creciendo vigorosamente debe prevalecer el modelo vigente de expansión, aunque ello no sirva para reducir el actual déficit por cuenta corriente, y probablemente lo empeore.

Por la misma razón, no está nada claro que los industriales estadounidenses puedan fácilmente escapar, con el nivel actual del dólar, al tipo de presión a la baja sobre sus beneficios y su ritmo de acumulación de capital que experimentaron en 1998 y 1999, bajo el impacto de la caída de la actividad económica internacional. Durante el primer semestre de 2000, los beneficios (excluidos intereses) del sector industrial no han llegado a crecer por encima de su nivel de 1997, aunque las exportaciones de bienes reales crecieron en un 13 por 100. Y esto pese al hecho de que los gastos en consumo personal siguieron creciendo explosivamente, como lo habían hecho en 1999, a la sorprendente y probablemente insostenible tasa del 5,35 por 100 anual. Evidentemente no ayudó que el euro se desplomara en ese momento, pero un euro bajo ha sido decisivo para la recuperación europea, que ha contribuido a aumentar las exportaciones estadounidenses.

A la postre, la fuente fundamental de fuerza del sector no financiero estadounidense desde 1995, y especialmente desde 1997, ha sido su capacidad de mantener e incluso incrementar su rentabilidad global, pese a la poderosa presión a la baja registrada entretanto sobre la tasa de beneficio en el sector industrial. Esa fuerza se ha derivado, en primer lugar, del notable comportamiento del sector no industrial, en el que la tasa de beneficio se elevó bruscamente entre 1995 y 1997 y siguió creciendo lo suficiente para compensar el declive en la tasa de beneficio industrial en 1998 y 1999. De hecho, en el primer semestre de 2000 los beneficios totales (excluyendo intereses) en el sector no financiero fueron de 93.000 millones de dólares más que en 1997, y al sector no industrial le correspondió todo ese aumento salvo 3.000 millones de dólares. En consecuencia, la tasa de beneficio en el sector no financiero, incluyendo la actividad industrial, siguió siendo tan alta en 1999 como lo

había sido en 1997 y probablemente aumente en 2000. Sobre la base de estas mayores ganancias, la inversión en el sector no industrial creció aún más rápidamente que en el conjunto de la economía no agrícola desde 1995 hasta el momento presente, y muy marcadamente desde 1998, dado que el crecimiento de la inversión en el sector industrial parece haber caído significativamente desde ese momento<sup>29</sup>. A su vez, con la aceleración de la inversión no industrial, el crecimiento de la productividad no industrial, casi inexistente en las dos décadas anteriores, salió de su torpor y se aceleró también notablemente, en particular en los dos últimos años. El aumento de la inversión, con los salarios reales manteniéndose a la zaga, ha llevado a un mayor crecimiento de la productividad y ha originado una rentabilidad aún más alta.

### *¿El fantasma de Japón?*

La cuestión es si esto se puede mantener, ya que el enfebrecido crecimiento del consumo privado no sólo proporciona un enorme incentivo para nuevas inversiones en instalaciones y equipos en este sector, sino que ha sido indispensable para su realización, del mismo modo que permitió al sector industrial limitar sus pérdidas en 1997 y 1998. Pese al colapso del crecimiento de las exportaciones, desde aproximadamente el 10 por 100 anual en términos nominales entre 1985 y 1997 al 0 por 100 anual en 1998 y 1999, y la caída paralela en la competitividad industrial, el descenso en la tasa de beneficio en el sector industrial no superó el 10-12 por 100 poco más o menos, en gran medida debido a que el consumo de bienes de consumo duradero creció de repente al fenomenal ritmo del 11 por 100 anual entre 1997 y mediados de 2000, habiendo aumentado a un ritmo del 6,5 por 100 anual entre 1991 y 1997. El problema es, por supuesto, que el rápido crecimiento del consumo, que abrió la vía a la aceleración de la inversión y amortiguó la desaceleración de la producción industrial durante la segunda mitad de la década de 1990, dependía de la disminución de los ahorros familiares y del enorme aumento de su endeudamiento. Sin embargo, dada la relación sin precedentes entre el endeudamiento y la renta familiar, y la caída de la tasa de ahorro por debajo de cero, no se ve cómo puede proseguir creciendo lo bastante el endeudamiento para mantener el crecimiento del consumo, ni cómo puede este último, por lo tanto, seguir impulsando la economía.

Tanto más dada la probable disminución, si no desaparición, del «efecto riqueza» derivado del incremento en los precios de las acciones. En realidad, si las cotizaciones bursátiles dejaran de subir durante cierto tiempo, es difícil concebir cómo podría evitarse que cayeran bruscamente (ya que las acciones de la década de 1990 se han comprado en gran medida con la esperanza de que seguirían subiendo, más que por su rentabilidad). La economía estadou-

---

<sup>29</sup> En 1998, el último año para el que se dispone de datos fiables, la inversión en el sector industrial (en términos nominales) cayó al 2,6 por 100, frente al 10,8 por 100 de los cuatro años anteriores, mientras que la inversión en el sector no industrial se elevó al 13,2 por 100, frente al 9,1 por 100 de los cuatro años anteriores.

nidense se encontraría entonces en una situación no muy distinta de la de Japón cuando pinchó su burbuja. Imposibilitada para volver a un modelo de crecimiento orientado hacia las exportaciones por el elevado valor de su moneda, su sector industrial sería incapaz de dinamizar la economía. Si las cotizaciones bursátiles y por consiguiente el endeudamiento y el crecimiento del consumo se vieran de nuevo en niveles realistas, el sector de bienes no comercializables se hallaría sin un mercado interno en rápida expansión capaz de valorizar la gran expansión de instalaciones y equipo. Con unos costes nominados en dólares demasiado altos para aprovechar el crecimiento de la demanda internacional, y con la demanda interna en declive, el estancamiento sería inevitable. Las empresas, sin el patrimonio neto que ha constituido hasta ahora su aval, debido a la reducción de la cotización de sus acciones, no sólo encontrarían mucho más difícil recurrir al endeudamiento, sino que los tipos de interés de sus deudas actuales comenzarían a crecer.

Pero si la economía estadounidense se viera obligada a aceptar un significativo frenazo para acomodarse al fin de la burbuja, no está en absoluto claro que ello pudiera llevarse a cabo sin trastornos, ya que si el crecimiento estadounidense se tuviera que enfriar lo bastante para frenar el crecimiento de las importaciones, es difícil ver cómo el resto de la economía mundial podría no perder velocidad también con consecuencias impredecibles, especialmente en Asia oriental, que ha dependido tanto hasta ahora de un mercado estadounidense en rápido crecimiento. Esto recortaría la expansión de las exportaciones desde Estados Unidos. Pero es dudoso que las dificultades acabaran ahí, ya que si el crecimiento del PIB estadounidense se viera frenado, y las cotizaciones de las acciones cayeran significativamente, los activos estadounidenses en general perderían parte de su atractivo para los compradores extranjeros. Las compras especulativas desde el extranjero de acciones y obligaciones de empresas estadounidenses se han venido multiplicando con una velocidad insostenible. Cualquier intento serio de vender estos activos ejercería una enorme presión a la baja sobre el dólar. En ese caso, la Reserva Federal estaría atrapada en una doble trampa: tendría que reducir los tipos de interés para proporcionar liquidez con la que mantener funcionando la economía y defender los activos estadounidenses, pero con mayor urgencia aún necesitaría mantener altos los tipos de interés para atraer un flujo de fondos desde el extranjero capaz de mantener el dólar para que Estados Unidos pudiera financiar su enorme déficit por cuenta corriente. ¿Pero cuánto tendrían que elevarse los tipos de interés para contrarrestar la enorme presión a la baja sobre el dólar, que se generaría si los inversores extranjeros quisieran liquidar sus carteras? Este escenario plantearía la amenaza de provocar descensos interrelacionados en los mercados de activos y en la moneda, impulsados por una huida de capitales provocada por el pánico, que tendría efectos devastadores para la economía real. Esto es lo que sucedió, como sabemos, en Asia oriental en 1997-1998. Pero por supuesto no puede ocurrir aquí.