

Cuadernos del Sur

Año 19 - N° 35

Mayo de 2003

NUEVAS DIRECCIONES

www.cuadernosdelsur.org.ar
info@cuadernosdelsur.org.ar

Rodney 171 D° 77 (1427BNC) Buenos Aires, Argentina

Tierra  fuego
del

Después del *boom*

Un diagnóstico de la economía mundial

Robert Brenner

Introducción

La larga expansión económica de EE.UU. ha terminado. Cualquiera que sea la evolución de la recesión actual, todos los factores son contrarios a una vuelta a las condiciones que permitieron el *boom* de la segunda mitad de los 90. Puede que incluso sea difícil a medio plazo evitar el estancamiento y el débil crecimiento de la economía, si no ocurre algo peor.

La razón por la que la economía mundial, incluyendo su componente principal, EE.UU., se enfrenta en el sentido más general a unas perspectivas tan negras es porque no fue capaz de superar definitivamente, durante la fase expansiva de los 90, la larga fase económica depresiva que sufrió desde comienzos de los años 70 hasta comienzos de los 90. Los responsables fundamentales de este persistente estancamiento en todo el sistema han sido la sobre-capacidad y la sobre-producción como causas de una reducción de los beneficios en el sector manufacturero a escala internacional y el fracaso de los sucesivos intentos de gobiernos y empresas de encontrar soluciones. Y sigue sin haber indicios claros de que se haya superado el problema. La fuerte caída de la tasa de ganancias entre 1965 y 1973, y el fracaso de su recuperación, han provocado un crecimiento lento de las inversiones y de la producción en las dos décadas siguientes en la mayor parte de la economía mundial y, consecuentemente, una reducción sustancial del crecimiento de la productividad y de los salarios, así como altos niveles de desempleo.

La base real del *boom* de EE.UU. de los 90 fue, inicialmente, un crecimiento importante de la tasa de ganancias del sector industrial entre 1985 y 1995. Pero el crecimiento de los beneficios y, eventualmente, el crecimien-

Este artículo, "The economy after the boom: a diagnosis", incluido en los *International Viewpoint Archives* 342, julio-agosto de 2002, y traducido del inglés por G. Buster, se basa en el último libro publicado por R. Brenner (*The boom and the bubble: the US in the world economy*, Londres, Verso, 2002)

to económico en EE.UU. fue paralelo a –y en cierto sentido causado por– una caída de los beneficios y una fuerte recesión en la mayor parte del resto del mundo capitalista avanzado, incluyendo Japón y Europa Occidental, durante la primera mitad de los 90. Este fuerte frenazo en el crecimiento de la mayor parte de la economía capitalista avanzada y la subsiguiente amenaza de crisis obligaron a un cambio fundamental de la política de EE.UU., pasando de defender un dólar débil a apoyar un dólar fuerte. Esto, a su vez, limitó la expansión en EE.UU. y, en la segunda mitad de los años 90, la tasa de ganancias del sector industrial cayó significativamente y, con ella, la condición esencial de una recuperación económica de EE.UU.

Pero a pesar del declive de los beneficios empresariales entre 1995 y el 2000, la bolsa inició una carrera alcista sin precedentes, aumentando de manera masiva y virtual el valor de las empresas en los papeles, ayudada por la revaluación del dólar. El “efecto riqueza” del aumento de los precios de las acciones fue así capaz de reemplazar la recuperación de los beneficios del sector industrial como principal motor de la economía. Las empresas se encontraron con que la sobrevaluación de sus acciones en bolsa les abría las puertas de una financiación casi ilimitada. Sobre esta base, fueron capaces de mantener un poderoso *boom* de inversiones y la expansión de los 90 pudo continuar.

Sin embargo, el creciente abismo entre el cada vez más alto precio de las acciones y la aceleración del crecimiento económico, por una parte, y la caída de los beneficios, por la otra, no podía durar. Desde mediados del 2000, las empresas que habían liderado el *boom* –sobre todo en nuevas tecnologías, medios y telecomunicación (TMT)– sufrieron una tras otra caídas desastrosas de sus beneficios y los mercados bursátiles se desinflaron. El “efecto riqueza” de la burbuja bursátil comenzó a actuar en sentido contrario: para las empresas fue cada vez más difícil encontrar financiación y se vieron obligadas a recortar inversiones, empujando a la economía a la recesión.

Pero el problema fundamental era el enorme exceso de capacidad acumulado por las empresas durante la fase alcista de la bolsa, en la que habían utilizado su valor virtual multiplicado en los papeles para ampliar considerablemente sus plantas y equipos, sin ninguna justificación desde el punto de vista de la rentabilidad porque la tasa de ganancias seguía cayendo. Demasiada capacidad para demasiada producción. Y las empresas no podían vender su producción a precios que les permitieran obtener unos beneficios suficientes, si llegaban a obtener alguno.

La tasa de ganancias del sector industrial –que ya había caído de manera significativa entre 1997 y el 2000– se desplomó en el 2000-2001, hundien-

do al sector en una profunda crisis. Esto desencadenó la clásica espiral depresiva: la menor inversión (con menor demanda de medios de producción) provoca mayor desempleo, lo que conduce a una caída de la demanda de bienes de consumo, que conduce a su vez a un aumento del número de bancarrotas y de deudas impagas, y vuelta a empezar.

A medida que la recesión se fue agravando en EE.UU., el crecimiento de la demanda comenzó también a caer fuertemente. Y el resto de la economía mundial, que depende enormemente de las importaciones de EE.UU., fue arrastrada en esta dinámica. La contracción de la economía internacional causó una caída drástica del crecimiento de las exportaciones norteamericanas, agravando la recesión en EE.UU. El resultado ha sido una depresión de la economía internacional mutuamente retroalimentada con una caída de las inversiones y del crecimiento económico de EE.UU. que, desde mediados de 1999-2000 hasta mediados del 2001-2002, ha sido la mayor tras la II Guerra Mundial.

En el curso del 2001, la Reserva Federal de EE.UU. fue recortando la tasa de intereses con una rapidez e intensidad sin precedentes. Como resultado, la deuda privada familiar se desató, permitiendo a los consumidores incrementar su gasto muy rápidamente. Se alentó así a las empresas a reponer sus existencias. El tenebroso fantasma de la crisis económica fue ahuyentado temporalmente y el PNB volvió a crecer con fuerza el primer trimestre del 2002.

Sin embargo, la tasa de ganancia empresarial siguió siendo la más baja de las últimas dos décadas, las inversiones continuaron reduciéndose de manera alarmante, las exportaciones siguieron en crisis y, reflejando todo ello, la bolsa fue incapaz de recuperarse. El resultado final sigue siendo un interrogante. El objetivo de este texto es proporcionar elementos para una comprensión mas realista de lo que puede pasar.

Leyendas del *boom*: la versión oficial

En la versión oficial del *boom* de EE.UU., el punto de partida es la “nueva economía” y a partir del mismo se describe el carácter excepcional e innovador de la economía de EE.UU. Si el resto de los países del mundo se limitasen a seguir este modelo, se dice, los problemas de la economía mundial desaparecerían. Pero este discurso puede ser tan positivo porque se concentra exclusivamente en los cinco años del *boom* 1995-2000, fuera de todo contexto histórico o comparativo, ignorando las debilidades intrínsecas del *boom* y haciendo abstracción del sistema económico mundial como un todo, para estudiar de manera aislada la economía de EE.UU., a pesar de la es-

trecha conexión y de que fueron los problemas de la economía mundial los que acabaron provocando la crisis.

La “nueva economía” como ideología de la burbuja bursátil. En la versión oficial - santificada por el Informe Económico para el Presidente del 2001, del Consejo de Asesores Económicos (publicado a comienzos de ese mismo año), así como los discursos de Alan Greenspan (que se pueden consultar en la página de internet de la Reserva Federal)- la economía de EE.UU. se apoyaba en sus mercados abiertos y en sus instituciones financiero-empresariales, en especial sus muy desarrolladas compañías de capital de alto riesgo, sus nuevas empresas de alta tecnología y sobre todo la bolsa, para iniciar una ruptura revolucionaria en la tecnología de la información y salir definitivamente de la larga fase de estancamiento.

La larga fase de estancamiento de los 70 y 80 era supuestamente el resultado de un repentino agotamiento (no justificado ni demostrado) de la innovación tecnológica del *boom* de posguerra, que sería el responsable de la caída del crecimiento de la productividad a largo plazo. Pero con la repentina aparición de las tecnologías de la “nueva economía” a comienzos de los 90, según la versión oficial, aquellas compañías que pudieron movilizar el necesario “capital intangible” -en la forma de capacidad inventiva, nuevos modelos organizativos, etc.- tuvieron oportunidades sin precedentes de beneficios. Los fondos de capital de alto riesgo tuvieron así los estímulos necesarios para invertir en nuevas empresas de alta tecnología que prometían generosos beneficios y una alta rentabilidad, cuando sus acciones salieran a la bolsa por primera vez en ofertas públicas por las que los entusiastas inversores estaban dispuestos a pagar precios exorbitantes, en lo que parecía un carrusel sin fin de rentables empresas de tecnología de la información. Y los bancos, por las mismas razones, estaban dispuestos a conceder los créditos que fueran necesarios.

Como no se cansó de explicar el Presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan, las promesas de un crecimiento de la productividad de la “nueva economía” dispararon las expectativas sobre la tasa de ganancias, inflando los precios de las acciones en la bolsa. El aumento del precio de las acciones de las compañías (especialmente las de los sectores de alta tecnología, medios y telecomunicaciones) les permitió un fácil acceso a la financiación, permitiéndoles aumentar sus inversiones (el llamado “efecto riqueza”). Una acumulación del capital más rápida hizo posible nuevos saltos hacia delante en tecnología, permitiendo que la productividad creciera aún más. Y ésta infló de nuevo las expectativas de beneficios y el precio de las

acciones, permitiendo nuevas inversiones en un ciclo de expansión económica, que Greenspan calificó de “virtuoso”, cuyo eje era la bolsa y los capitales de alto riesgo.

En el discurso de la versión oficial, los increíbles beneficios de la salida al mercado de las acciones de la compañía *Netscape* en agosto de 1995 fueron la proclamación de la enorme potencialidad de la “nueva economía”. A partir de ese momento se disparó el crecimiento retroactivo de la bolsa y el *boom* económico. La sinergia entre la bolsa y la economía real produjo lo que el Consejo de Asesores Económicos insistió en llamar los “extraordinarios beneficios de ejecución” de 1995-2000 (*Informe Económico para el Presidente 2001*, página 23).

Un boom apoyado en la burbuja bursátil. De hecho, el funcionamiento de la economía norteamericana en la fase álgida del *boom*, de 1995 a 2000, aunque fue mejor que en cualquier otro quinquenio desde que comenzó la onda larga de estancamiento en 1973, tampoco fue extraordinaria. Si se comparan los indicadores habituales, el funcionamiento de la economía de EE.UU. en los cinco años 1995-2000 no es comparable a la de los 20 años 1948-1973, y el crecimiento de la productividad, supuestamente el motor del salto adelante de la economía de EE.UU., fue inferior en un 15% (ver cuadro 1).

Cuadro 1
La economía de EEUU: 1948-1973 versus 1995-2000
(crecimiento medio anual en %, excepto para la tasa de desempleo)

	1948-1973	1995-2000
PNB	4.0	4.1
Acumulación neta de capital de los sectores no-agrícolas	3.5	3.8
Productividad del trabajo de los sectores no-agrícolas	2.9	2.5
Horas de trabajo reales de los sectores no-agrícolas	2.8	2.0
Inflación/IPC	2.4	2.4
Tasa media de desempleo	4.2	4.7

Es más, si el *boom* de EE.UU. de los 90 hubiera tenido unos fundamentos sólidos y hubiera sido capaz de auto-sostenerse, es muy posible que hubiera permitido la superación definitiva de la onda larga de signo depresivo tanto en EE.UU. como internacionalmente. Pero el factor más destacado de la expansión económica de EE.UU., especialmente de 1995 a 2000, es que ca-

da vez ha dependido más del alza de los mercados bursátiles, y no al contrario, porque no se sustentó en un aumento de los beneficios. Las instituciones financieras y empresariales de EE.UU., con la indispensable ayuda de la Reserva Federal, produjeron no tanto un *boom*, como una burbuja.

Los fondos de capital de riesgo inyectaron una gran cantidad de dinero en las nuevas compañías de altas tecnologías. Pero su contribución fue mínima hasta 1999, cuando el alza del precio de las acciones llegó a su techo. Alcanzado ese punto, los fondos de capital de riesgo ya no tenían que depender para la realización de sus beneficios de la productividad efectiva o de la capacidad real, por pequeña que fuera, de las compañías de alta tecnología para obtener beneficios en el mercado. Sus ganancias se generaban por la venta de acciones de esas compañías, con unos precios disparatados, en las ofertas públicas de su salida a bolsa.

Los inversores en bolsa en un sentido general ayudaron a financiar a estas nuevas compañías, y a otras ya más consolidadas de tecnologías de la información, comprando acciones. Pero no fue así porque que estas compañías obtuvieran grandes beneficios gracias a sus poderosas tecnologías, sino porque el precio de sus acciones en bolsa no hacia más que subir como un cohete gracias a la especulación. La mayoría de las empresas de nuevas tecnologías jamás consiguieron obtener beneficios. E incluso las principales compañías de tecnología, medios y telecomunicaciones (TMT) que eran el supuesto motor de la “nueva economía” se quedaron muy lejos de conseguir unas ganancias comparables al alza del precio de sus acciones.

Las empresas desencadenaron un *boom* de inversiones y fueron capaces de aumentar el crecimiento de la productividad con el mismo. Sin embargo, pudieron hacerlo porque el disparatado precio de sus acciones facilitaba el acceso a la financiación, no porque la “nueva economía” hubiera aumentado la posibilidad de beneficios. La brecha entre el precio de las acciones y los beneficios, que al comienzo alimentó la expansión, constituyó su principal debilidad al final y acabó por provocar la caída en el abismo en el 2000-2001, como veremos más adelante.

La economía de EE.UU. no pudo, en última instancia, sostener su tasa de ganancias y su impulso más allá de mediados del 2000 porque seguía íntimamente unida a una economía global caracterizada por el estancamiento resultante de la persistente y cada vez peor sobre-capacidad y sobre-producción. La debilidad intrínseca de la totalidad del sistema y de su componente EE.UU. se manifestó en el hecho de que, durante el ciclo económico de los 90, los resultados económicos de las economías capitalistas avanzadas tomados como un todo –y en todos los indicadores como crecimiento del

PNB, renta per capita, productividad del trabajo, salarios reales y tasa de desempleo- no fueron mejores que los de los 80. Y estos habían sido a su vez peores que los de los 70, que no se pueden comparar ni de lejos, por supuesto, a los de los 60 y 50.

Es decir, a pesar de la aplicación generalizada de las políticas neoliberales y pro-mercado de los 80, la economía del centro del sistema ha sido cada vez más incapaz de satisfacer las necesidades de la gente común y corriente. En el conjunto de los países capitalistas avanzados, el crecimiento de los salarios en la última década cayó al nivel más bajo de posguerra, la tasa de desempleo se disparó hasta el nivel más alto de posguerra (fuera de EE.UU.) y el estado de bienestar, aunque con ritmos diferentes, empezó a ser desmontado. Y ello a pesar de los enormes estímulos artificiales inyectados en la economía mundial por el *boom* económico, creado por la burbuja bursátil, de EE.UU. (ver cuadro 2).

Dado que la economía global durante la última década ha sido incapaz de superar definitivamente la onda larga de signo depresivo, necesitamos partir de su análisis para comprender su trayectoria reciente y futura. Pero la realidad de lo sucedido es más o menos contradictoria con la versión oficial. Hay muy pocas evidencias de un avance tecnológico sustancial o de la aparición de nuevas invenciones en los 70 y los 80. Pero hay, sin embargo, datos irrefutables de que en esos años se redujo sustancialmente la tasa de ganancia, especialmente en el sector industrial, y no sólo en EE.UU. sino internacionalmente. Y ello explica en buena parte la desaceleración a largo plazo de la acumulación de capital y la consiguiente reducción de las inversiones sobre las que recae en gran medida la responsabilidad de la falta de innovaciones y la caída a largo plazo y en todo el sistema del crecimiento de la productividad.

La larga depresión. Dicho de manera breve y esquemática, a finales de los 60 y comienzos de los 70 la intensificación de la competencia internacional, impulsada especialmente por la entrada en el mercado de productores con bajos costes, especialmente de Japón pero también de Europa Occidental, puso fin al largo *boom* de posguerra. Y ello debido a la sobre-capacidad y sobre-producción en el conjunto del sistema, precipitando la caída de la tasa de ganancia en el sector manufacturero internacional que provocó en gran medida la caída de beneficios de las economías capitalistas avanzadas en su conjunto. Durante los años 70, la sobre-capacidad y sobre-producción del sistema empeoraron. En todo el mundo, las compañías intentaron responder a sus problemas de competitividad y rentabilidad aumentando sus in-

Cuadro 2
Declive del dinamismo económico
(cambios de la media anual en %)

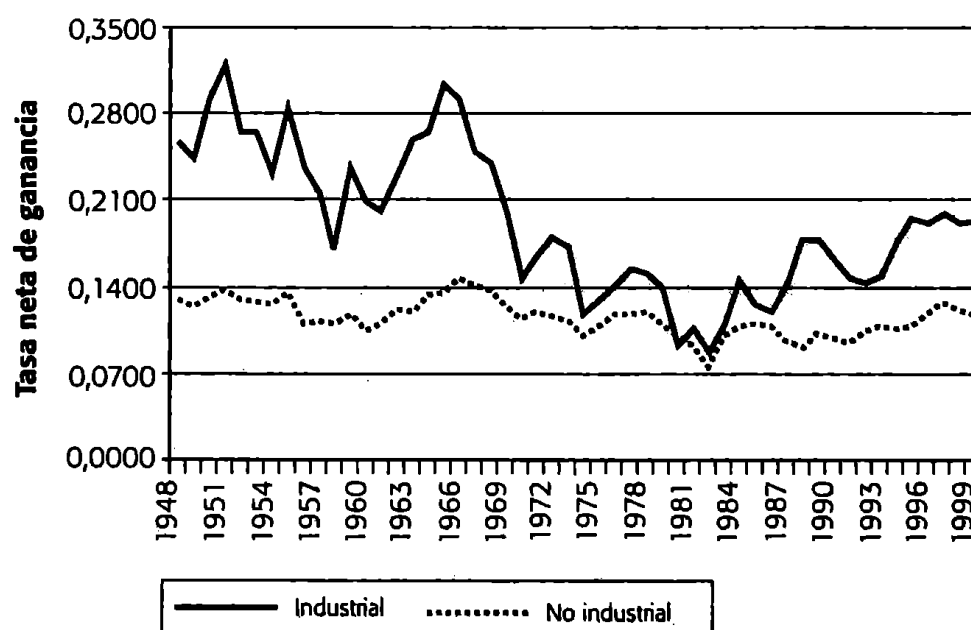
	60-69	69-79	79-90	90-95	95-00	90-00
PNB						
EEUU	4,6	3,3	2,9	2,4	4,1	3,2
Japón	10,2	5,2	4,6	1,7	0,8	1,3
Alemania	4,4	3,6	2,15	2	1,7	1,9
Europa (12)	5,3	3,7	2,4	1,6	2,5	2
G-7	5,1	3,6	3	2,5	1,9	3,1
PNB per capita						
EE UU	3,3	2,5	1,9	1,3	3,4	2,35
Japón	9	3,4	4	1,1	1,1	1,1
Alemania	3,5	2,8	1,9	7	1,6	4,3
G-7	3,8	2,1	1,9	1,2	2,5	1,8
(60-73) (73-79)						
Productividad del trabajo en toda la economía (PNB/trabajadores)						
EEUU	2,5	1,3	1,15	1,2	2,3	1,8
Japón	8,6	4,4	3	0,7	1,2	0,9
Alemania	4,3	3	1,5	2,1	1,2	1,7
Europa (11)	5,2	3,2	1,9	1,9	1,3	1,6
G-7	4,8	2,8	2,55	1,7		
(60-73) (73-79)						
Rendimiento real en toda la economía (por empleado)						
EEUU	9,7	2,7	0,7	0,6	1,9	1,3
Japón	7,3	5	1,6	0,8	0,2	0,5
Alemania	5,1	4,3	1,1	2	-0,1	0,95
Europa (11)	5,6	4	0,8	1	0,3	0,6
Tasa de desempleo						
EEUU	4,8	6,21	7,1	5,9	4,6	5,25
Japón	1,4	1,7	2,5	2,9	4,1	3,5
Alemania	0,8	2,05	5,77	8,2	8,6	8,2
Europa (15)	2,3	4,6	9,1	9,8	9,9	9,9
G-7	3,1	4,9	6,8	6,7	6,4	6,6
(60-73) (73-79)						
Inversiones extranjeras (economía comercial privada)						
EEUU (neto)	3,9	3,8	3	2	3,8	2,9
Japón				(95-98)		
(bruto)	11,3	9,5	6,9	4,5	5,3	5
Alemania				(90-93)		
(bruto)	6,6	4,5	3	3,1		
G-7 (bruto)	4,8	4,6	3,9			

FUENTES: OECD: *Historical Statistics, 1960-1995*, París, 1995, Tablas 2.15, 3.1, 3.2; "Statistical Annex" en *European Economy*, no.71, 2000, Tablas 11, 31, 32; OECD: *Economic Outlook*, n°67, 2001, Anexo, Tabla 21; IMF: *World Economic Outlook*, Washington, D.C., Mayo 2001; Base de Datos, Tablas 1 y 4; Armstrong et al: *Capitalism Since 1945*, p.356, Tabla A6.

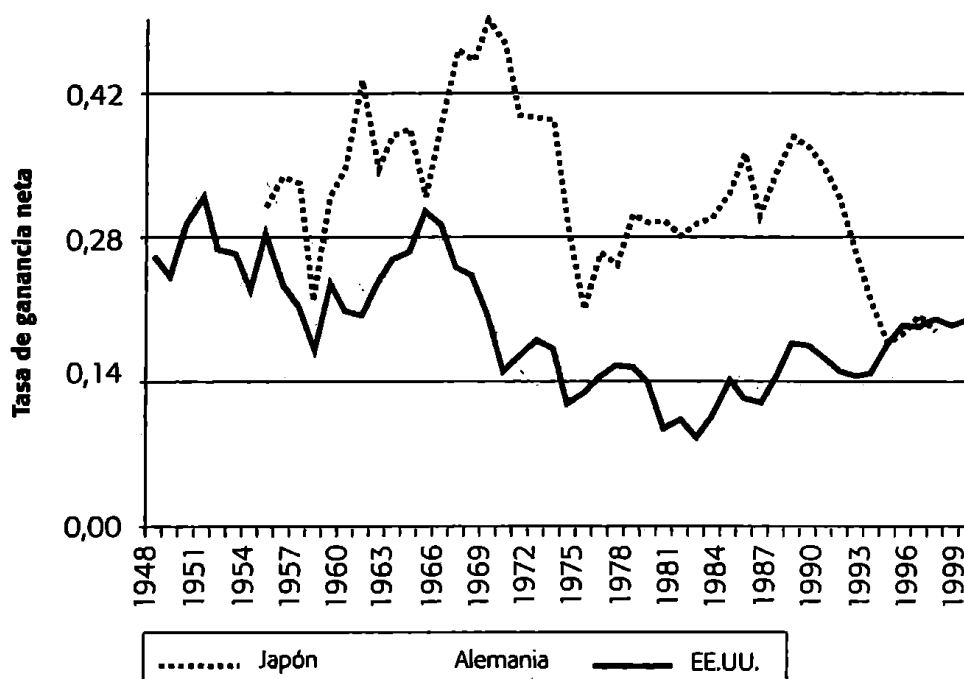
versiones en sus líneas habituales de producción, en vez de mudarse a otras, agravando de hecho el problema. Al mismo tiempo, las compañías de las nuevas economías en desarrollo de Asia Oriental –y en parte de Brasil, México y otros- descubrieron que podían introducirse en ciertos mercados obteniendo beneficios, a pesar de la sobre-capacidad, agravando aun más la situación. Sólo los subsidios públicos a la demanda de las políticas keynesianas y el aumento del gasto público y el déficit pudieron evitar en la década de los 70 que estallara una grave crisis (ver cuadros 3 y 4).

A comienzos de los 80, con el objetivo de luchar contra la inflación y restablecer la tasa de ganancia, EE.UU. y otras economías capitalistas avanzadas intentaron combatir la sobre-capacidad y la sobre-producción heredadas de la era keynesiana a través de altas tasas de interés y una dura austeridad. El objetivo de estas políticas era, en primer lugar, aumentar la tasa de desempleo para reducir el crecimiento de los salarios. Pero también retirar del mercado y recortar la masa excedente de medios de producción de alto coste y baja rentabilidad que estaban hundiendo la tasa de ganancia. Con todo, el resultado inmediato de estas políticas fue el estallido de la crisis de la deuda externa en el Tercer Mundo, acompañada de una recesión seria en EE.UU., que amenazaba con convertirse en una depresión. Hubo que re-introducir de manera vergonzante el keynesianismo, a través del gasto militar masivo de Reagan y el recorte de impuestos para los ricos.

Cuadro 3: Tasas de ganancia neta industrial y no industrial(no agrícola) en EE.UU. - 1948-1999 (con corrección de los impuestos indirectos)



Cuadro 4: **Tasa de ganancia neta industrial: Alemania, Japón y EE.UU.**
1948-1999



La combinación de ajuste financiero y altos déficit presupuestarios en EE.UU. estabilizaron las economías capitalistas avanzadas, pero también frenaron la retirada de fábricas, equipos y mano de obra excedentes de altos costes, que era imprescindible para recuperar la tasa de ganancias y –muy importante– elevar las tasas de interés real. Los estados capitalistas avanzados no estaban dispuestos a sufrir el tipo de depresión profunda que en el pasado había servido para eliminar los medios de producción y la mano de obra superfluos y asentar las bases de un nuevo ciclo expansivo. Pero el precio de la estabilidad económica fue un aumento sin precedentes del costo de los créditos que, combinado con la baja tasa de ganancia, frenó la acumulación de capitales y el crecimiento económico, que siguió siendo muy dependiente del déficit presupuestario hasta finales de los 80.

Debido a esta reducción drástica de las expectativas de beneficios en la inversión en nuevos equipos y fábricas, el capital se orientó en los 80 de manera muy especial hacia el sector financiero. Pero, con la economía real produciendo un excedente tan reducido, era muy difícil obtener beneficios prestando dinero o especulando, excepto con la ayuda directa o indirecta de los gobiernos, como por ejemplo a través del endeudamiento público a altas tasas de interés o a través de la corrupción, aprovechando las oportunidades de las privatizaciones y la desregulación. A finales de la década ya había estallado una gran burbuja en el sector inmobiliario comercial. La carrera de fusiones y absorciones de compañías que había caracterizado la expan-

sión financiera de los 80 se había parado en seco y en la ignominia. Las compañías, fuertemente endeudadas y tremendamente expuestas a los bancos, estaban en condición muy precaria, exacerbando y extendiendo la recesión que golpeó en 1990. La situación de estancamiento económico se perpetuó en los primeros años de los 90.

La recuperación industrial de EE.UU. En este escenario de tasas de ganancia muy reducidas y débil crecimiento internacional, el sector industrial de EE.UU., y la economía privada en su conjunto, protagonizó entre 1986 y 1995 una notable recuperación de los beneficios y, en última instancia, de su vitalidad. Lo consiguió aprendiendo de sus principales rivales internacionales, Alemania y Japón, renovando su competitividad internacional y su capacidad exportadora. Pero las industrias de EE.UU. no aumentaron su competitividad y su rentabilidad con nuevas inversiones para ayudar a incrementar la productividad. O, al menos, no hasta muy avanzado este juego. Lo hicieron a través del mecanismo capitalista clásico de recorte de los medios de producción de alto coste y baja rentabilidad y la redistribución del ingreso en perjuicio de los asalariados y sus rivales extranjeros.

En la larga recesión cíclica de la primera mitad de los 80 y el primer tercio de los 90, las compañías de EE.UU. redujeron una gran cantidad de medios de producción de alto coste y baja rentabilidad y también de mano de obra, comenzando así una recuperación del crecimiento de la productividad del trabajo en el sector industrial sin la ayuda de un aumento de las inversiones. También se beneficiaron congelando los salarios reales durante diez años a partir de 1985 y aprovechando los recortes fiscales de la administración Reagan, que les permitieron reducir drásticamente la presión fiscal sobre las ganancias. Paralelamente también pudieron sacar partido de la devaluación del dólar de entre un 40-60% en relación con el marco alemán y el yen japonés. Este cambio en las cotizaciones de las divisas tuvo lugar en 1985, cuando EE.UU. obligó a sus principales aliados y rivales económicos a aceptar los "Acuerdos del Plaza", que implicaban una devaluación sustancial del dólar tras cinco años de aumentar su cotización. Por último, la Administración Clinton, desde su toma de posesión en 1993, comenzó a equilibrar el presupuesto. De esta manera redujo el crecimiento de la demanda agregada, ayudando a bajar la inflación y las tasas de interés a largo plazo, mejorando la competitividad al mismo tiempo que ejercía presión para contener los salarios.

Entre 1985 y 1995 el sector industrial manufacturero de EE.UU. aumentó su tasa de ganancia en unos dos tercios. Y gracias a ello creció la rentabilidad

del conjunto de la economía privada por encima de sus niveles de 1973 por primera vez en veinte años. El despegue de la rentabilidad del sector industrial de EE.UU. dependía en gran parte de la extraordinaria recuperación de su competitividad y las exportaciones crecieron más deprisa en los próximos diez años que en ninguna otra década de posguerra. La consecuencia más importante fue que se dejó atrás el largo período de estancamiento inversor en la industria. Más o menos desde 1994, la acumulación de capital se aceleró y la productividad dio un salto adelante, multiplicando el crecimiento de la rentabilidad y sentando las bases para la expansión de los 90.

Estancamiento industrial en Japón y Europa Occidental. En un mundo ideal en el que las producciones especializadas se complementaran, la revitalización de la economía de EE.UU. hubiera terminado por arrastrar a la economía mundial a una nueva era de crecimiento. Pero antes de mediados de la década de los 90, en el mundo real de sobre-capacidad y producción industrial excedente, la recuperación de EE.UU. no sólo sumó poco dinamismo a la economía mundial, sino que tuvo lugar a expensas de las economías de sus principales competidores y socios comerciales, especialmente Japón y Alemania. Y esto es así porque, hasta finales de 1993, se hizo en un contexto de sobre-capacidad y sobre-producción industrial.

Los fabricantes de EE.UU. consolidaron sus beneficios básicamente gracias a un dólar devaluado y unos salarios reales congelados, junto con una reducida presión fiscal sobre las empresas, pero sin la ayuda de un aumento significativo de las inversiones. En lo que resultaría ser en buena parte una situación de suma-cero, aumentaron su tasa de ganancias reduciendo costes hasta conquistar cuotas de mercado de sus rivales, imponiéndoles al mismo tiempo sus precios más bajos. Pero en este proceso generaron un crecimiento muy limitado de la demanda, tanto de inversiones como de consumo, para los productos de sus rivales. Cuando el gobierno de EE.UU. comenzó a equilibrar su presupuesto en 1993, el crecimiento de la demanda generada por EE.UU. en el mercado mundial sufrió un nuevo choque negativo.

El otro lado de la moneda es que desde 1985 las economías industriales de Japón, Alemania y otros lugares de Europa Occidental sufrieron los efectos de un creciente estrangulamiento. La revaluación de sus divisas y el crecimiento de sus salarios redujo su competitividad, aumentando la presión negativa sobre una tasa de ganancias y un ritmo de acumulación del capital ya reducidos. Mientras tanto, el declive del crecimiento de las inversiones, el consumo y la demanda pública en el conjunto de la economía mundial resultó en un estancamiento de la capacidad de compra de mercancías tan-

to en sus mercados internos como externos, sobre todo en EE.UU. Estas economías no pudieron evitar que sus problemas se agravasen en la segunda mitad de los 80, ni las severas crisis que sufrieron en la primera mitad de los 90 y, desde 1991, se hundieron en la peor recesión de la posguerra. A mediados de la década de los 90, cuando el yen se situaba a 79 por dólar, su nivel más alto de posguerra, la industria japonesa difícilmente podía tener beneficios y la economía japonesa comenzó a congelarse.

La burbuja-bursátil como motor de la expansión 1995-2000

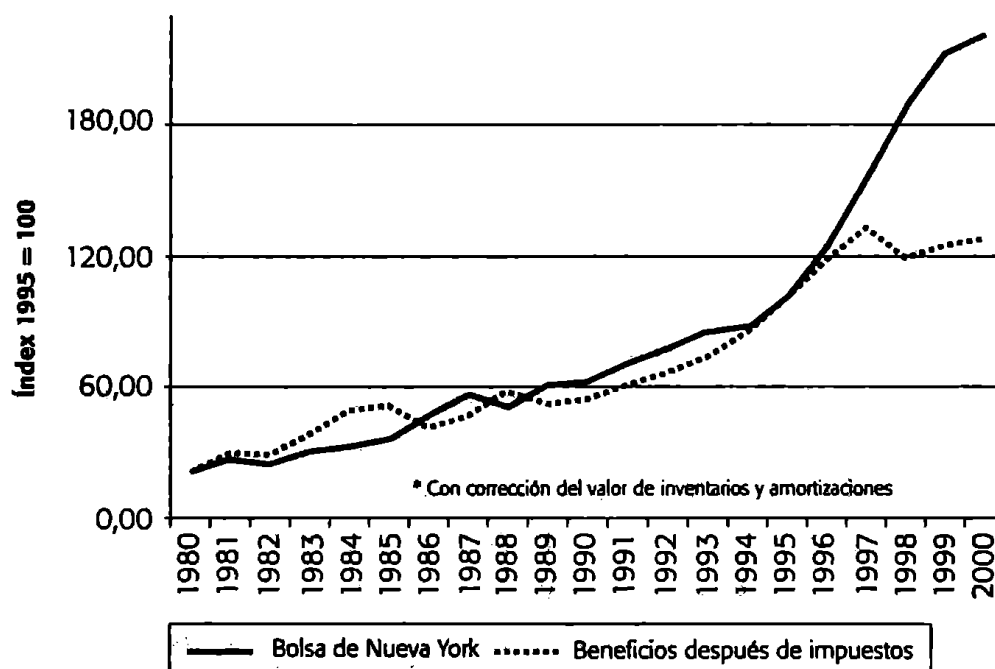
En la primavera de 1995 la revaluación del yen comenzó a amenazar la estabilidad internacional. El gobierno de EE.UU., traumatizado por la crisis del peso mexicano y su colateral “efecto tequila”, no encontró otra salida que intervenir para rescatar la economía industrial japonesa. Lo hizo de una manera muy similar a como habían intervenido los gobiernos japonés y alemán en 1985 para rescatar la economía industrial de EE.UU. de la crisis, en colaboración con las otras potencias del G-7, sosteniendo una revalorización del dólar. Los llamados “contra-Acuerdos del Plaza” de 1995 supusieron un cambio de orientación de la economía mundial, con la consiguiente revalorización del dólar y de las monedas de Asia Oriental ligadas al mismo, y un declive paralelo del yen y del marco, iniciando una nueva época respecto de las tendencias en el desarrollo económico internacional que habían prevalecido en la década anterior.

Declive de los beneficios, revalorización del precio de las acciones. Apenas el dólar comenzó a revaluarse a finales de 1995, después de una década de depreciación, el fardo de la sobre-capacidad y sobre-producción internacional en el sector industrial se desplazó de nuevo desde Japón y Europa Occidental hacia EE.UU. La revaluación del dólar cortó en seco la creciente competitividad de la industria de EE.UU. que había permitido la recuperación de su tasa de ganancias. En 1996 y 1997, la expansión industrial de EE.UU. pudo sostenerse en la medida en que creció la producción, se aceleró el crecimiento de la productividad y los costes de producción se redujeron significativamente. Sin embargo, la industria de EE.UU. perdió vitalidad, estrangulada por la intensa presión negativa sobre los precios resultante de la abundancia de oferta internacional y del incremento de sus costes relativos debido a la revalorización del dólar. De hecho, si los empresarios de EE.UU. no hubieran sido capaces de recortar los salarios reales en estos dos años, la tasa de ganancias del sector industrial hubiera comenzado a caer inmediatamente. Pero no tardó mucho en suceder.

-Mientras tanto, en 1995, según los términos de los “contra-Acuerdos del Plaza” mediante los cuales las potencias del G-7 habían decidido cambiar los tipos de cambio del dólar, el yen y el marco, EE.UU., Alemania y sobre todo el gobierno japonés inundaron de fondos el mercado de dinero de EE.UU. para empujar la revalorización del dólar, fundamentalmente a través de la adquisición de bonos del Tesoro. Pronto les siguieron los gobiernos de Asia Oriental y los especuladores de fondos de inversión de todo el planeta. Como resultado, los intereses a largo plazo de EE.UU. cayeron en picada y paralelamente la Reserva Federal comprimió las tasas de interés a corto plazo (para ayudar a combatir la crisis del peso mexicano).

El relajamiento de los mercados financieros que tuvo lugar en 1995 y la revalorización del dólar provocaron la gran carrera alcista de las bolsas. De hecho, entre 1980 y 1995, el precio de las acciones en las bolsas de EE.UU. había subido considerablemente, pero no más que la tasa de ganancias empresarial. En otras palabras, hasta 1995 la carrera alcista del mercado de valores se justificaba plenamente en base a los beneficios empresariales. Pero, a partir de ahí, los precios de las acciones crecieron mucho más que los beneficios empresariales, sobre todo cuando la tasa de ganancias industrial comenzó a ser negativa. Y la mayor burbuja bursátil de la historia de la bolsa de EE.UU. estalló (ver cuadro 5).

Cuadro 5: Índice de beneficios de las empresas netas de intereses después de impuestos. Índice compuesto de la Bolsa de Nueva York 1980-2000



Si los cambios financieros internacionales de 1995 desencadenaron la carrera alcista de la bolsa, Alan Greenspan y las empresas la consolidaron. A finales de 1996, Greenspan declaraba públicamente su preocupación por la “exuberancia irracional” de los precios de las acciones. Pero en privado estaba mucho más preocupado por un posible parate de la economía de EE.UU., sobre todo teniendo en cuenta la revalorización del dólar y las ambigüedades iniciales del crecimiento de la economía. Por ello, Greenspan no hizo el menor intento de controlar el enorme aumento de liquidez que provocaron el aluvión de dinero extranjero y sus propios recortes de la tasa de interés. De hecho, con la excepción de un aumento en un cuarto de punto a comienzos de 1997, Greenspan mantuvo invariable la tasa de interés desde comienzos de 1995 hasta mediados de 1999, con el resultado de que en la segunda mitad de los 90 la oferta monetaria creció cuatro veces más que en la primera mitad de la década. El relajado régimen monetario de Greenspan infló aún más los mercados de valores y no por casualidad dio pie al llamado “efecto riqueza”. Es decir, proporcionó a las empresas y las familias la riqueza virtual que les permitió endeudarse más fácilmente y aumentar sus inversiones y consumo, alimentando la expansión económica.

Las empresas de EE.UU. rápidamente sacaron tajada del dinero fácil que Greenspan proporcionaba. Entre 1995 y el 2000 aumentaron sus créditos en relación con el PIB empresarial hasta niveles sin precedentes, no tanto para invertir en nuevas fábricas y equipos, sino para poder recomprar sus propias acciones. De esta manera evitaban el engorroso proceso de tener que crear un valor real para los accionistas mediante beneficios obtenidos en la producción y venta de sus mercancías y servicios, pero al mismo tiempo incrementaban el valor en bolsa de las acciones para beneficio de esos mismos accionistas y de sus gerentes ejecutivos, que eran remunerados generosamente también en acciones. Las empresas de EE.UU. fueron los principales compradores netos en el mercado de valores entre 1995 y el 2000.

El efecto riqueza del alza de los precios de las acciones. La carrera alcista del mercado de valores permitió que la expansión de EE.UU. continuara y se acelerara entre 1995 y el 2000, incluso cuando la presión negativa de la tasa de ganancia industrial privó a la expansión de su sólida base inicial. En tanto el valor virtual de sus activos creció con la burbuja bursátil más allá de cualquier valor económico real, las empresas pudieron disponer de grandes fuentes alternativas de recursos prácticamente gratuitos, independientes de los beneficios industriales. Podían emitir acciones a los precios inflados de la bolsa y podían obtener créditos sin límite utilizando como garantía el va-

lor inflado de sus activos. De esta manera fueron capaces de mantener, e incluso de aumentar, la tasa de crecimiento de sus inversiones en nuevas fábricas y equipos, a pesar de la contribución cada vez menor, en términos relativos, de los beneficios industriales. Gracias a este “efecto riqueza” la expansión alcanzó una gran vitalidad.

Los límites del “efecto riqueza”

Sin embargo, una expansión económica alimentada por la carrera alcista de los mercados de valores cuando al mismo tiempo se estancaba, si no caía, la tasa de ganancia, tenía poco futuro. Más pronto que tarde la caída de la tasa de ganancia tendría que reflejarse en la bolsa. Además, cuando el precio de las acciones comenzó a caer, el “efecto riqueza” comenzó a actuar en sentido contrario y la economía, con cada vez más sobre-capacidad y sobre-producción, se hundió en la crisis.

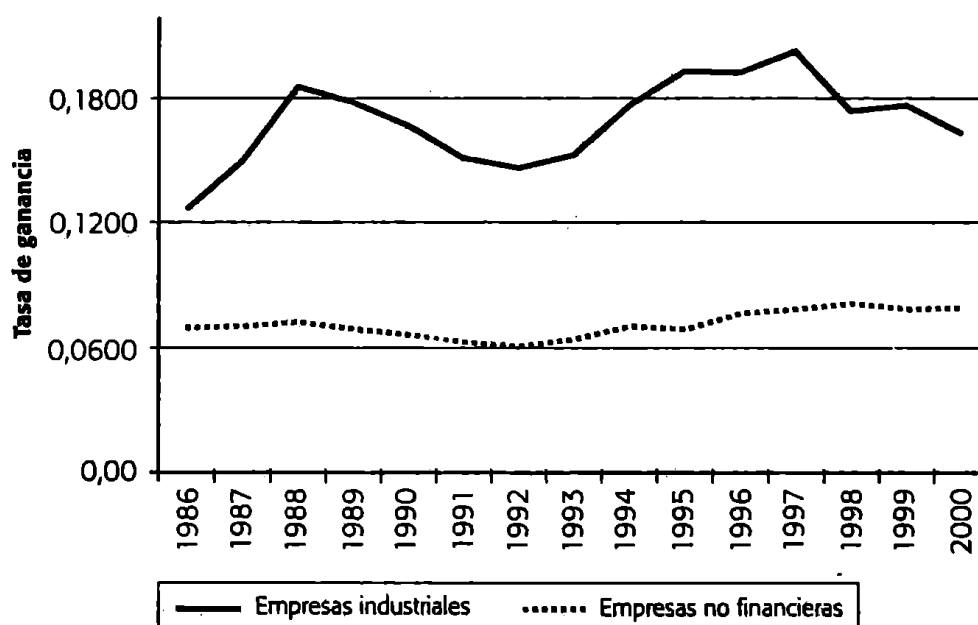
La crisis internacional de 1997-1998. Los problemas de rentabilidad y de burbujas bursátiles ya no eran exclusivas de EE.UU. en este momento. Entre 1985 y 1995, las economías industriales de Asia Oriental habían alcanzado un extraordinario crecimiento, basado en las exportaciones, gracias sobre todo a la devaluación de sus monedas. Éstas, que estaban ligadas al dólar y le seguían en su caída, confirieron a sus economías unas ventajas enormes de competitividad y cuotas de mercado frente a sus competidores japoneses. Pero, a comienzos de 1995, las cosas cambiaron. La misma revalorización del dólar que estaba hundiendo la tasa de ganancia industrial en EE.UU. e impulsando la carrera alcista de los mercados de valores provocó la subida de las divisas de Asia Oriental. Las economías de Asia Oriental comenzaron a sufrir las mismas tendencias contradictorias, con reducción de la competitividad industrial, presión negativa sobre la tasa de ganancia industrial y, por otra parte, aluvión de fondos extranjeros que aumentaron el precio de las acciones en la bolsa, igual que en EE.UU.

La reacción en cadena no se detuvo ahí. Entre 1985 y 1995, como respuesta al alza del yen, los empresarios japoneses habían reorientado su producción a Asia Oriental, aumentando la exportación de bienes de capital a la región, desplazando hacia esa zona la producción industrial de menor valor agregado. Cuando el yen comenzó a caer a partir de 1995, como consecuencia de los “contra-Acuerdos Plaza”, los empresarios japoneses pudieron recuperar cuotas de su mercado doméstico a expensas de sus rivales de Asia Oriental y expulsarlos a su vez de terceros mercados. Pero la crisis consiguiente de la industria de Asia Oriental se volvió contra la economía japo-

nesa, porque privó a las empresas y bancos japoneses de lo que se había convertido recientemente en su mejor mercado. En 1998, Japón se había hundido de nuevo en la crisis.

La economía de EE.UU. tampoco fue invulnerable. Como consecuencia del estallido de las burbujas bursátil, inmobiliaria y de la construcción y la huida del dinero de la región, la crisis de Asia Oriental estalló en 1997-1998 y fue agravada por la vuelta a un crecimiento negativo de Japón. Los fabricantes de EE.UU. perdieron cuotas de mercado en Asia Oriental y Japón y a la vez en los propios EE.UU. y otros países por la exportaciones con bajos costos de Asia Oriental. En 1998 y 1999, las exportaciones de EE.UU., habiendo aumentado a un ritmo sin precedentes durante la mayor parte de los 90, de pronto dejaron de crecer del todo, mientras que las importaciones seguían al mismo ritmo acelerado que antes. Con semejantes presiones, la tasa de ganancia de las industrias de EE.UU. cayeron un 17% entre 1997 y el 2000 y fue la responsable de una caída paralela de la tasa de ganancia del sector no-financiero del 9% en el mismo período (ver cuadro 6).

Cuadro 6: Tasa de ganancia neta de empresas industriales y empresas no industriales no financieras - EE.UU. 1986-2000



Mientras tanto, desde mediados de 1998, el precio de las acciones de las empresas de EE.UU. comenzó a desplomarse, siguiendo la caída de los beneficios empresariales, bajo la doble presión de la crisis de Asia Oriental y la sobrevaluación del dólar. Tras las crisis rusa y brasileña, EE.UU. se sumergió, a comienzos de 1998, en su crisis económico-financiera más seria tras la posguerra. Pero si EE.UU. había caído en la recesión, gran parte de la eco-

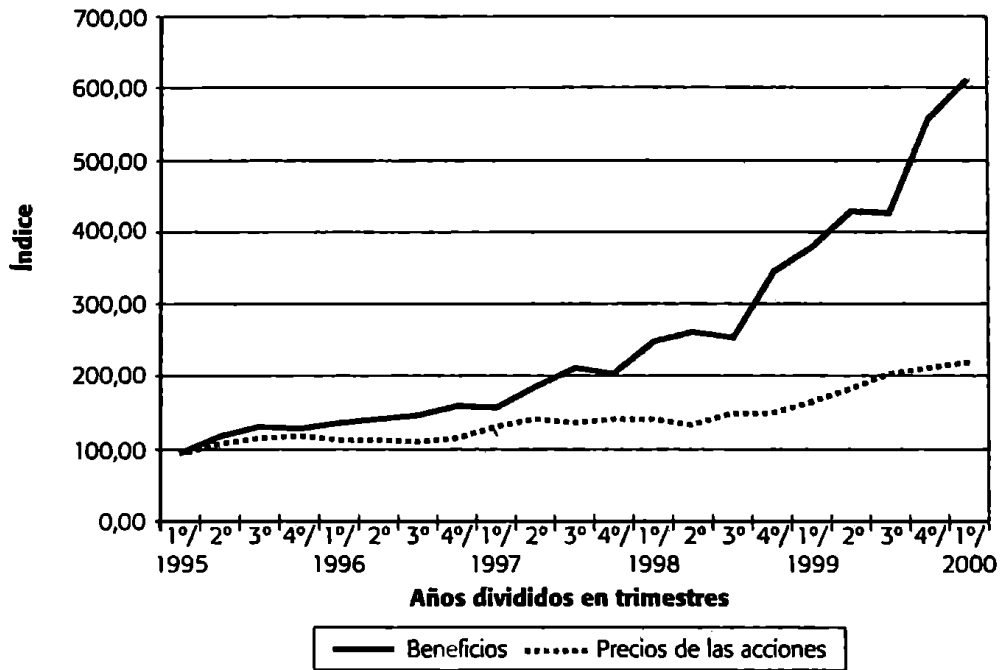
nomía mundial, tan dependiente del mercado nortamericano, podía acabar en una depresión.

La Reserva Federal sostiene la burbuja y la burbuja sostiene el boom. En septiembre-octubre de 1998, mientras los mercados financieros se congelaban, Alan Greenspan y la Reserva Federal ingeniaron su famoso salvamento del fondo de inversiones LTMC y redujeron la tasa de interés en tres ocasiones. Lo hicieron, en primer lugar, para frenar el desplome de la bolsa y contener una crisis que amenazaba con hundir todo el sistema financiero internacional. Pero Greenspan no intervino sólo para salvar a corto plazo la bolsa y el mercado financiero internacional del desastre. Lo hizo también para dar garantías a los inversores de las bolsas que querían que los precios de sus acciones siguieran subiendo, de manera que el “efecto riqueza” de la carrera alcista de los mercados de valores pudiera seguir sosteniendo la economía de EE.UU. y del mundo.

Lo que Greenspan intentaba podría calificarse de “keynesianismo bursátil”. En las políticas keynesianas tradicionales, el gobierno federal “subvencionaba” la demanda a través de un creciente déficit público que superaba a los ingresos fiscales. En la versión de Greenspan, por el contrario, son los crecientes déficits privados de las empresas y las familias más ricas los que debían financiar la demanda, alentándolas a gastar por encima de sus medios gracias al “efecto riqueza” virtual de la burbuja bursátil. Hacia 1997-98, la campaña del gobierno para reducir el déficit y equilibrar el presupuesto acabó por marginar cualquier tentación keynesiana tradicional. Para alentar la demanda de inversiones y de consumo y contrarrestar el declive de la competitividad, las exportaciones y la tasa de ganancia, la Reserva Federal no tenía otra opción que seguir sosteniendo el alza del mercado de valores.

Greenspan alcanzó en gran medida sus objetivos a través de sus garantías formales a las bolsas y sus alabanzas de la “nueva economía”, con unos resultados sin precedentes. Desde finales de 1998 hasta mediados del 2000, el mercado de valores siguió subiendo y el *boom* de la economía de EE.UU. entró en su fase más álgida. Los precios de las acciones alcanzaron su techo histórico, a pesar de la caída de la tasa de ganancia, y todas las empresas -pero especialmente las de telecomunicaciones, medios y tecnología (TMT), que explicaban una parte desproporcionada del alza de los valores bursátiles- tuvieron acceso a una financiación sin límites. Sobre esta base se desencadenó una nueva fase de crecimiento, acumulación de capital y aumento de la productividad, acelerando la expansión aún más (ver cuadro 7).

**Cuadro 7: Tecnología, medios y telecomunicaciones.
Precio de las acciones y beneficios, marzo 1995 - marzo 2000**



Además, por si faltase algo, el impresionante aumento de la demanda en EE.UU., que fue resultado de la aceleración de la expansión, junto con la revalorización del dólar, rescató a la economía mundial de su crisis de 1997-98 y desencadenó un nuevo ascenso económico internacional en 1999-2000. El efecto del muy rápido crecimiento de las importaciones de EE.UU. fue especialmente evidente en Asia Oriental, donde la demanda sin precedentes de componentes de alta tecnología sacó a las nuevas economías industrializadas (NEI) y, en cierta medida, a Japón, de la profunda depresión, empujándolos a un crecimiento rápido. Pero este aumento de la demanda de EE.UU. fue también imprescindible para Europa Occidental. El crecimiento de las exportaciones hacia EE.UU. de automóviles, máquinas herramientas y otros productos posibilitaron una rápida recuperación de las economías alemana e italiana, mientras que la baja cotización de las divisas de la zona euro permitió a los fabricantes europeos el acceso a terceros mercados.

Del hundimiento de la bolsa a la recesión

Los mercados de valores se movían al borde del abismo pero, mientras los inversores no mirasen hacia abajo buscando los beneficios empresariales, podían continuar sin vértigo su carrera alcista. Durante los últimos años de la década de los 90, la caída de la tasa de ganancia fue mitigada, parcial y momentáneamente, por los grandes aumentos de productividad conseguidos por los fabricantes gracias al crecimiento de las inversiones financiadas

gracias al “efecto riqueza”. También fue posible en parte por un crecimiento del consumo del 20% de los hogares más ricos de EE.UU., que pudieron disponer del 90% del aumento de la riqueza virtual generada por la subida de la bolsa. Esto fue responsable, todo hay que decirlo, de una reducción sin precedentes históricos de la tasa de ahorro personal en EE.UU. durante los 90. Con todo, el hecho es que en estos años, a pesar del aumento de la productividad y el crecimiento del consumo, la tasa de ganancia industrial cayó significativamente y el uso de la capacidad instalada no se elevó, indicando que se estaba acumulando un exceso de capacidad enorme, a pesar de que el *boom* alcanzaba su punto más álgido.

Las bolsas comenzaron finalmente a caer en la primavera del 2000, para hundirse definitivamente a finales del verano de ese año, mientras se publicaban una serie interminable de informes sobre los malísimos beneficios empresariales que ayudaron a pinchar todavía más la burbuja bursátil. Un gran número de empresas de comercio electrónico que nunca habían tenido beneficios fueron las primeras en hundirse, a medida que simplemente se fueron quedando sin nuevas inversiones. Pero pronto la caída de la bolsa arrastró a casi todas las principales estrellas del sector TMT, incluyendo algunas empresas tan importantes como los fabricantes de equipos Cisco, Lucent y Nortel y los de componentes JDS Uniphase y Sycamore. Quizás hasta un tercio de los activos que se consideraban más sólidos al comienzo del 2000 se habían desvanecido en el aire.

Como consecuencia de la caída del valor de las acciones, el “efecto riqueza” comenzó a actuar en el sentido contrario. Una vez que el valor de sus activos en acciones se redujo drásticamente, las empresas y las familias no sólo tuvieron más dificultades para financiarse, sino también menos estímulos, especialmente cuando la amenaza de la bancarrota y el desempleo comenzaron a materializarse, obligándolas a equilibrar unas contabilidades estiradas hasta términos angustiosos. Por otra parte, como es natural, habían reducido su gasto en bienes de consumo y capital. Pero con la caída del crecimiento de las inversiones, el crecimiento de la productividad se redujo también, aumentando la presión negativa sobre los beneficios.

La economía se encontró, sobre todo, con una enorme masa excedente de fábricas, equipos y software, especialmente cuando el consumo se hundía. La sobre-capacidad que se gestó tuvo como consecuencia que los beneficios industriales absolutos (sin intereses) se redujeran en el 2001 a un 41% de los de 1997, cuando alcanzaron su techo, desplomando la tasa de ganancia del sector empresarial no financiero un 25% por debajo de la de 1997.

Bajo el impacto ahora negativo del efecto riqueza y con semejante gigan-

tesca capacidad excedente, el crecimiento de la producción y de las inversiones cayó más deprisa que en cualquier otro período comparable posterior a la Segunda Guerra Mundial. El crecimiento del PNB se redujo del 5.2% a mitad del 2000 a un 0,8% en la primera mitad del 2001 y el crecimiento de las inversiones productivas del 11% a un -7.4% en el mismo período. El colapso de las inversiones por la sobre-capacidad industrial y el hundimiento de los beneficios fue el motor de la recesión cíclica.

El empleo y la producción industrial comenzaron a caer inmediatamente de manera profunda, arrastrados por el hundimiento del mercado de valores y el declive de los beneficios. Pero solamente a mediados del 2001 la economía de EE.UU. como un todo comenzó a sufrir la profunda reducción de sus mercados, que era la consecuencia lógica de las caídas del crecimiento y de la acumulación del capital, y a adoptar las medidas clásicas de supervivencia. Desde entonces, las empresas de EE.UU. han venido desprendiéndose de una parte importante de su capacidad productiva y, en particular, de su fuerza de trabajo, en un esfuerzo por intentar restaurar su competitividad y sus contabilidades, ejerciendo al mismo tiempo una enorme presión sobre sus rivales para adaptarse también ellos a la situación de crisis. El efecto agregado ha consistido en una poderosa espiral negativa con caída de inversiones, consumo, bancarrotas, créditos impagos, despidos en masa, que a su vez reducen la demanda, y una acumulación de las tendencias negativas que hacen más aguda la recesión.

El resto del mundo siguió de cabeza a EE.UU. en esta recesión. La última carrera alcista del mercado de valores había rescatado no sólo a la economía de EE.UU., sino también a la economía mundial, de la crisis económica internacional de 1997-98 iniciada en Asia Oriental. Pero con el derrumbe de la bolsa y de las inversiones en EE.UU., especialmente en alta tecnología, la moviola comenzó a proyectar la película en sentido contrario. Bajo el impacto de la caída en picada de las importaciones en EE.UU., las economías de Asia Oriental, Japón, y quizás Europa Occidental, han perdido impulso a mayor velocidad que EE.UU. Y como consecuencia las exportaciones norteamericanas se han reducido aún más deprisa. El resultado ha sido un efecto retroactivo internacional recesivo.

¿Pueden las políticas expansivas contener la marea?

Para contener la temible caída de la economía en la crisis en el 2001, la Reserva Federal bajó los tipos de interés muy rápida y fuertemente. La idea era, por supuesto, alentar el gasto abaratando cuanto fuera posible el precio de los créditos.

Sin embargo, fue evidente desde el primer momento que esta política tendría un escaso efecto directo en la acumulación del capital, que en definitiva es la clave para cualquier recuperación. Las empresas poseían ya demasiadas fábricas y equipo y, simplemente, no querían invertir por muy baratos que fueran los créditos. En este sentido la Reserva Federal estaba, en palabras de Keynes, “tirando de una cuerda suelta”

La reducción sin precedentes de las tasas de interés había tenido, a pesar de todo, un éxito considerable por lo que se refiere a su objetivo a corto plazo, es decir alentar el consumo privado de las familias. Los créditos superbaratos provocaron un aumento extraordinario de la deuda de las familias, especialmente a través de la refinanciación de las hipotecas, a pesar de que el desempleo crecía. La demanda privada parecía haber salvado por el momento a la economía. En el 2001 y en el primer trimestre del 2002 el crecimiento de la deuda familiar aumentó más deprisa que en cualquier otro momento de la década de los 90. Ello permitió que el gasto en consumo personal creciera en un 3.1% el 2001 y diese un salto al 6% en el cuarto trimestre de ese mismo año. En respuesta a este aumento del gasto de los consumidores, las empresas reconstituyeron sus almacenes, que habían dejado vaciar durante la recesión, y el PNB creció igualmente. Fue esta cadena causal de crecimiento de la deuda familiar, crecimiento del consumo y crecimiento de las existencias almacenadas la responsable del salto adelante sustancial del PNB en el cuarto trimestre del 2001 y el primer trimestre del 2002.

Pero, precisamente porque la recuperación se había basado casi exclusivamente en el rápido crecimiento del consumo privado y en la deuda privada implícita, sus bases fueron muy débiles. El crecimiento de las inversiones productivas, la clave para una economía saneada, se había despeñado de una media anual del 14% en la primera mitad del 2000 a un 4% en la segunda mitad del año para aterrizar en un -3.2% en la primera mitad del 2001. El crecimiento de las exportaciones también se derrumbó: de un 11% en la primera mitad del 2000 a un 3.3% en la segunda mitad y a un -4.5% en el 2001 (aunque comenzó a recuperarse un poco en la primera mitad del 2002).

La caída de las inversiones y de las exportaciones fue la causa de la espiral negativa que atenazó a la economía hasta el final del 2001. El objetivo de los políticos es naturalmente mantener abierta la canilla del gasto y el consumo para que funcione la economía hasta que puedan recuperarse la inversión y las exportaciones, si es posible mediante inversiones atraídas por el aumento de la demanda privada. Pero la preocupación sigue siendo que el exceso de fábricas y equipos, responsables de la caída de la tasa de ganan-

cia, vuelva a frenar una nueva recuperación de las inversiones. De hecho, en el primer trimestre del 2001, la inversión productiva cayó un 6.8% adicional (sobre una base anual). Por lo que se refiere a las exportaciones, aunque hay que esperar que aumenten hasta el punto que la recuperación en EE.UU. aliente el crecimiento del resto de la economía mundial, es casi seguro que seguirán estando por detrás de las importaciones, aumentando la presión del ya altísimo déficit de cuenta corriente de EE.UU.

Una pregunta clave es la de cuánto tiempo el recorte de las tasas de interés podrá mantener el consumo privado. En el 2001, el crecimiento de la deuda familiar en relación con el PNB alcanzó su punto más alto desde 1980 (excepto en 1985) y la deuda de las familias en relación con el PNB alcanzó su récord histórico con casi un 25% más que en 1990. Es bastante posible, sobre todo si empeora el desempleo, por lo tanto, que las familias tengan que recortar su demanda de créditos y reducir su gasto. El consumo de las familias creció en el primer trimestre del 2002 la mitad de lo que había crecido en el último trimestre del 2001 y quizás ésta sea una señal de que el proceso ya está en marcha. Si es así, la recuperación puede estrangularse. En este horizonte de profunda incertidumbre, los enormes “desequilibrios” que son la herencia de la burbuja de los 90 nublan cualquier salida.

El crecimiento sin precedentes de la deuda de las familias, y especialmente de las empresas, fue un elemento central del *boom*. Pero a medida que las expectativas decaían y las bancarrotas aumentaban, las empresas recortaron drásticamente su demanda de créditos para ser menos vulnerables. Si esto continúa a gran escala, afectará muy negativamente a las inversiones.

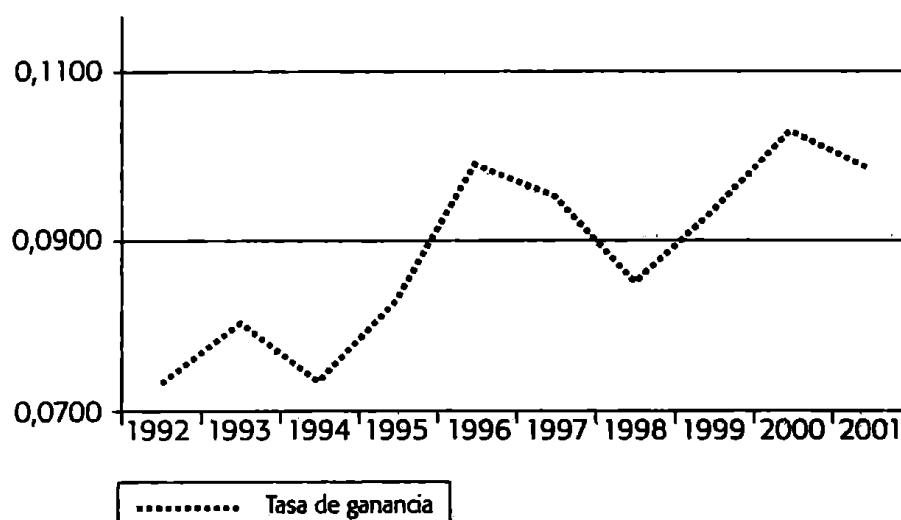
En el 2001, los déficits de cuenta corriente y comercial de EE.UU. habían alcanzado un récord histórico por tercer año consecutivo. Hasta hace muy poco los inversores extranjeros estaban dispuestos a cubrir ese déficit, haciendo grandes inversiones directas en EE.UU. y enormes compras de acciones y bonos de empresas norteamericanas. Pero la recesión de la economía de EE.UU. ha frustrado las expectativas y los mercados de valores siguen muertos, mientras el resto del mundo comienza a encontrar menos atractivos los activos norteamericanos. En el 2001, aunque la compra de bonos por inversores extranjeros se mantuvo, las inversiones directas para comprar o crear empresas en EE.UU. cayeron un enorme 60.4%, mientras que la compra de acciones norteamericanas por el resto del mundo se redujo más de un 35%, y un 45% anualizado más en el primer trimestre del 2002. Como resultado de este desencanto con los activos norteamericanos, la presión sobre el dólar ha sido fuerte y ha comenzado a caer de manera significativa (junio del 2002).

Si estas tendencias se mantienen, la Reserva Federal se encontrará pronto en una encrucijada: o bien deja caer el dólar y se arriesga a una venta masiva de activos norteamericanos en manos de inversores extranjeros, que puede no sólo provocar una crisis de los mercados bursátil e inmobiliarios sino también una devaluación real del dólar, o bien sube la tasa de interés y se arriesga a empujar la economía de nuevo a la recesión.

El precio de las acciones ha caído significativamente como respuesta a este horizonte empresarial cada vez más negativo. Pero, paradójicamente, su caída no ha sido capaz de re-equilibrar el valor de las acciones en relación con los beneficios reales, porque los beneficios también han caído significativamente. Las acciones siguen estando muy por encima de su valor real, y el mercado de valores puede todavía sufrir caídas importantes. Para peor, los escándalos de *Enron*, *Adelphia* y otras grandes empresas, que hasta hace muy poco eran las niñas bonitas del mercado de valores, han provocado una crisis de confianza de los inversores en la contabilidad de todas las empresas... y con buenas razones. De acuerdo con un reciente informe de *SmartstockInvestor.com*, las empresas del Nasdaq 100 declararon beneficios en los tres primeros trimestres del 2001 de 19.000 millones de dólares, aprovechándose de los formularios estándar "pro forma" que se les permite utilizar a este fin. Sin embargo, tuvieron que declarar pérdidas de 82.300 millones de dólares a la Comisión de Garantías del Mercado de Valores para el mismo período, usando el formulario de contabilidad GAAP que exige dicha comisión. Si la bolsa sigue cayendo, con una recuperación económica tan frágil, los efectos en la confianza empresarial y en la economía en general serán probablemente muy negativos, con la posibilidad de una espiral descendente retroactiva que afecte al dólar y al precio de las acciones.

Nubes en el horizonte. En última instancia, lo fundamental es que la tasa de ganancias, de la que depende cualquier recuperación, sigue muy deprimida y las fuerzas que la sostuvieron y reforzaron en los 90 han desaparecido. En el 2001, los beneficios de las empresas industriales cayeron a su nivel más bajo desde 1986. Al mismo tiempo, la tasa de ganancias de las empresas no financieras descendió a su nivel más bajo desde 1981. Sin embargo, el dólar sigue estando relativamente alto, frenando la competitividad internacional de los fabricantes de EE.UU. y haciendo extremadamente difícil la recuperación de la tasa de ganancias industrial. Y, por supuesto, hace tiempo que el "efecto riqueza" generado por la carrera alcista de la bolsa ha dejado de alentar la demanda o de hacer que las inversiones cuesten muy poco (ver cuadro 8).

**Cuadro 8: Tasa de ganancia de empresas no financieras
EE.UU. 1992-2000**



Aunque el crecimiento económico se ha acelerado hasta casi un 6% en el primer trimestre del 2002, la Reserva Federal no se ha atrevido a aumentar la tasa de interés, señal de que no confía en que la economía esté despegando y la recuperación esté asegurada. Por las mismas razones, el mercado de valores sigue con la misma tónica, cayendo hasta situarse en los niveles más bajos en el otoño del 2001 y tras los atentados del 11 de septiembre. Es evidente que el gran capital tiene serias dudas sobre una recuperación basada en el consumo. Greenspan ha declarado que la recesión ha terminado. Pero la economía está lejos de mostrar señales de recuperación.

Detriot, Junio del 2002

Periferias

Revista de Ciencias Sociales

Ediciones FISyP Fundación de Investigaciones Sociales y Políticas