

## ¿NUEVA EXPANSIÓN O NUEVA BURBUJA?

### *La trayectoria de la economía estadounidense*

A principios de 2002 Alan Greenspan declaró que la recesión estadounidense iniciada un año antes había concluido. En otoño la Reserva Federal se vio obligada a reconocer que la economía aún se hallaba en dificultades y que existía una amenaza de deflación. En junio de 2003 Greenspan aún admitía que «la economía todavía no muestra un crecimiento sostenible». Desde entonces los economistas de Wall Street vienen proclamando, cada vez con menos matizaciones, que tras varias interrupciones atribuibles a «perturbaciones externas» —11 de Septiembre, escándalos empresariales, ataque a Iraq—, la economía se está acelerando por fin, y nos aseguran, mencionando el mayor crecimiento del PIB durante el segundo semestre de 2003 y el aumento significativo de los beneficios, que se ha iniciado una nueva expansión. El interrogante que se plantea entonces, a menos de un año de las elecciones presidenciales, es la situación real de la economía estadounidense<sup>1</sup>. ¿Cuál fue la causa de la desaceleración anterior? ¿Qué es lo que impulsa la actual aceleración económica? ¿Es ésta verdaderamente sostenible? ¿Ha salido por fin la economía del largo declive que trajo consigo el peor comportamiento global década tras década desde 1973? ¿Cuál es la perspectiva de futuro?

A mediados del verano de 2000 el mercado de valores estadounidense inició un rápido descenso y la economía perdió fuerza, cayendo en recesión a comienzos de 2001<sup>2</sup>. Todas las desaceleraciones cíclicas anteriores verificadas durante el periodo de posguerra tuvieron como detonante un encarecimiento del crédito por parte de la Reserva Federal destinado a contener la inflación y el recalentamiento económico mediante la reducción de la demanda de consumo y el gasto en inversión. Pero en este caso, sorprendentemente,

---

<sup>1</sup> Deseo agradecer su ayuda, tanto en el contenido como en la forma, a Aaron Brenner y Tom Mertes. También agradezco a Andrew Glyn sus datos sobre la situación de las existencias de productos terminados relativos a Alemania y Japón y a Dean Baker sus muy útiles consejos sobre las fuentes de datos.

<sup>2</sup> La National Bureau of Economic Research [Oficina Nacional de Investigación Económica] declaró que la recesión había comenzado en febrero de 2001 y había concluido en noviembre del mismo año. En este texto utilizo el término «recesión» sólo en el sentido formal del NBER. En general hablo de «desaceleración» para referirme al decaimiento económico iniciado en el segundo semestre de 2000 y que se mantuvo al menos hasta mediados de 2003.

a pesar de que la Reserva Federal practicó una política monetaria tremendamente laxa, dos fuerzas estrechamente interrelacionadas bloquearon la aceleración de la economía. La primera de ellas era el empeoramiento del exceso de capacidad, principalmente en el sector industrial, que deprimía los precios y la utilización de esa capacidad provocando una menor rentabilidad, lo que a su vez reducía el empleo, la inversión y los aumentos salariales. La segunda era un colapso de las cotizaciones bursátiles, especialmente en los sectores de la alta tecnología, que invirtió el «efecto riqueza» dificultando a las empresas la consecución de liquidez mediante la emisión de acciones o el endeudamiento con los bancos, y a las familias la obtención de créditos con la garantía de los títulos comprados anteriormente.

## I. EL FIN DE LA EXPANSIÓN

La recesión de 2001 puso fin a la expansión registrada durante toda una década iniciada en 1991, y en particular al quinquenio de aceleración económica iniciado en 1995. Esa expansión fue, y sigue siendo, muy exagerada, especialmente al presentarla como un supuesto milagro de aumento de la productividad<sup>3</sup>. De hecho no significó una interrupción del largo declive que ha aquejado a la economía mundial desde 1973. Lo más significativo es que ni en Estados Unidos ni en Japón o Alemania se ha recuperado la tasa de beneficio en el conjunto de la economía privada. Las tasas registradas durante el ciclo económico de la década de los noventa no sobrepasaron las de las décadas de los setenta y los ochenta, que estuvieron, como es sabido, muy por debajo de las de la larga expansión de posguerra que se produjo desde finales de la década de los cuarenta hasta finales de la de los sesenta. En consecuencia, durante la década de los noventa el comportamiento del conjunto de las economías capitalistas avanzadas (G7), atendiendo a los indicadores macroeconómicos habituales, no fue mejor que el de la década de los ochenta, que a su vez fue peor que el de la década anterior y muy inferior al de las décadas de los cincuenta y los sesenta<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> Típico a este respecto es Joseph STIGLITZ, «The Roaring Nineties», *The Atlantic Monthly* (octubre de 2002). Pese a presentarse como crítico de la economía de la burbuja, este admirado premio Nobel de economía ejemplifica en realidad la máquina publicitaria de Wall Street renuente a dejarse convencer por los números. Como presidente del Consejo de Asesores Económicos estaba bien situado para conocer los datos básicos del gobierno sobre la economía, pero afirma, desorbitadamente, que «el punto álgido del boom de la década de los noventa» fue «un periodo de crecimiento sin precedentes» con «niveles de productividad que superaban incluso los del boom posterior a la Segunda Guerra Mundial». En realidad, en términos de las variables económicas habituales, el comportamiento económico registrado en el quinquenio 1995-2000 fue más débil que durante el conjunto del periodo 1948-1973. La tasa media anual de aumento de la productividad del trabajo en la economía no agropecuaria para 1995-2000, de un 2,5 por 100, estuvo bastante por debajo de la de 1948-1973, que fue del 2,9 por 100. Véase «Multifactor Productivity Trends, 2001», *BLS News* (8 de abril de 2003), p. 6, cuadro b (disponible en la página web de la Oficina de Estadística Laboral del Departamento de Trabajo <http://www.bls.gov/bls/newrels.htm>, en concreto en <http://www.bls.gov/bls/news.release/prod3.nr0.htm>). Véase también R. BRENNER, *La expansión económica y la burbuja bursátil*, Madrid, Cuestiones de Antagonismo 19, Ediciones Akal, 2003, cuadro 9.1, p. 231.

<sup>4</sup> Véase también R. Brenner, *La expansión económica y la burbuja bursátil*, cit., cuadro 1.10, p. 72.

Lo que seguía impidiendo un aumento de la rentabilidad en el sector privado y, por lo tanto, una expansión económica duradera era la perpetuación del problema del exceso de capacidad internacional a largo plazo –esto es, sistémico– en el sector industrial, que se manifestó en la profunda caída de la rentabilidad industrial –ya muy reducida– en Alemania y Japón durante la década de los noventa y en la incapacidad de los productores industriales estadounidenses para mantener la impresionante recuperación de su tasa de beneficio entre 1985 y 1995 más allá de ese momento. Se manifestó también en la serie de crisis cada vez más profundas y generalizadas que sacudieron la economía mundial en la última década del siglo: la crisis monetaria europea en relación con el Mecanismo del Tipo de Cambio [Exchange Rate Mechanism, ERM] en 1992-1993, la conmoción mexicana de 1994-1995, la situación de emergencia de Asia oriental en 1997-1998 y el colapso bursátil y la recesión de 2000-2001.

Las raíces de la desaceleración, y más en general la configuración actual de la economía estadounidense, se remontan a mediados de la década de los noventa, cuando cobraron mayor relevancia las principales fuerzas que dieron lugar *tanto* a la expansión de 1995-2000 *como* a la desaceleración de 2000-2003. Durante el decenio anterior, la rentabilidad industrial estadounidense, ayudada por las enormes devaluaciones del yen y el marco impuestas por el gobierno estadounidense a sus rivales japonés y alemán en el Acuerdo del Plaza de 1985, había protagonizado una importante recuperación, tras un largo periodo de estancamiento, aumentando un impresionante 70 por 100 entre 1985 y 1995. Aunque fuera del sector industrial la tasa de beneficio descendió ligeramente en ese periodo, su aumento en este último originó, *por sí solo*, un importante aumento de la rentabilidad para el conjunto de la economía privada estadounidense, elevando un 20 por 100 la tasa de beneficio de las empresas no financieras entre esas fechas, que volvió a alcanzar su nivel de 1973. Sobre la base de esta recuperación, la economía estadounidense comenzó a acelerarse desde 1993 poco más o menos, mostrando –al menos superficialmente– mucho más dinamismo que en los años anteriores.

Sin embargo, las perspectivas de la economía estadounidense se veían en último término limitadas por el estado del conjunto de la economía mundial. La recuperación de la rentabilidad en Estados Unidos se basaba no sólo en la devaluación del dólar, sino en todo un decenio de estancamiento de los salarios reales, una seria reconversión industrial, la disminución de los tipos de interés reales y la decisión de equilibrar los presupuestos públicos. Se produjo, por lo tanto, en gran medida a expensas de sus principales rivales, severamente perjudicados tanto por el menor crecimiento del mercado estadounidense como por los precios más competitivos de los productos estadounidenses en la economía global, y provocó, durante la primera mitad de la década de los noventa, las recesiones más profundas de toda la época de posguerra en Japón y en Alemania, a raíz de las crisis industriales en ambos países. En 1995, cuando el sec-

tor industrial japonés amenazaba quedar congelado al elevarse el tipo de cambio del yen hasta 79 por dólar, Estados Unidos se vio obligado a devolver el favor que Japón y Alemania le habían hecho diez años antes, accediendo a permitir, en coordinación con sus socios, una nueva subida del dólar. No hace falta decir que con el alza precipitada del dólar entre 1995 y 2001 la economía estadounidense se vio privada del principal motor de su impresionante despegue durante el decenio anterior, esto es, la notable mejora de su rentabilidad industrial, de su competitividad internacional y de sus exportaciones. Quedó así dispuesto el escenario para las tendencias contradictorias que iban a configurar la economía estadounidense durante el resto de la década y hasta hoy día, la primera de las cuales era la profundización de la crisis del sector industrial, de las exportaciones y (a partir de 2000) de la inversión; la segunda era el ininterrumpido aumento del endeudamiento del sector privado, del consumo familiar, de las importaciones y del precio de determinados activos, que favorecieron la sostenida expansión de una fracción significativa del sector no industrial: sobre todo las finanzas, pero también subsectores dependientes del endeudamiento, de las importaciones y del consumo, como la construcción, el comercio minorista y los servicios sanitarios.

### *El keynesianismo del mercado de valores*

Cuando el dólar comenzó a apreciarse hasta la estratosfera a partir de 1995, la carga del exceso de capacidad internacional recayó de nuevo sobre Estados Unidos y empeoró mucho para sus productores industriales cuando las economías de Asia oriental entraron en crisis en 1997-1998 haciendo caer la demanda procedente de esos países, provocando una devaluación de sus monedas y dificultando sus ventas en el mercado mundial. A partir de 1997 la tasa de beneficio industrial en Estados Unidos sufrió un nuevo declive importante. Sin embargo, a pesar de la caída de la rentabilidad industrial, el mercado de valores estadounidense se fue inflando cada vez más, impulsado inicialmente por el fuerte descenso de los tipos de interés a largo plazo en 1995 a raíz del enorme aflujo de dinero de los gobiernos de Asia oriental a los mercados financieros estadounidenses, que también hacía subir al dólar. Las medidas de relajación del crédito de Alan Greenspan y la Reserva Federal, negándose a elevar los tipos de interés entre comienzos de 1995 y mediados de 1999 y acudiendo vigorosamente en ayuda de los inversores en bolsa con inyecciones de crédito ante el menor signo de inestabilidad financiera, contribuyeron a mantener la burbuja hasta el final de la década. Greenspan era muy consciente del impacto depresivo sobre la economía de los intentos de Clinton de equilibrar el presupuesto y del nuevo despegue del dólar, por lo que trató de contrarrestarlos con el efecto riqueza de las cotizaciones bursátiles facilitando el crédito a las empresas y las familias para estimular la inversión y la demanda de consumo. La Reserva Federal sustituyó así el aumento del déficit público, tan indispensable para el crecimiento económico estadounidense durante la década de los ochenta, por un aumen-

to del déficit privado durante la segunda mitad de la de los noventa, optando por una especie de «keynesianismo bursátil»<sup>5</sup>.

Con la subida meteórica de las cotizaciones de sus acciones, las empresas –especialmente las de tecnología de la información– encontraron un acceso más fácil que nunca a la financiación, bien endeudándose con la garantía aparente de su capitalización de mercado o mediante la emisión de acciones. En consecuencia, el endeudamiento de las empresas no financieras aumentó espectacularmente, alcanzando niveles récord a finales de la década. Mientras que durante toda la época de posguerra las empresas se habían financiado casi totalmente a partir de las ganancias retenidas (beneficios obtenidos tras abonar intereses y dividendos), ahora las firmas que no podían obtener créditos baratos recurrían al mercado de valores para obtener fondos en una medida hasta entonces inconcebible. Esto hizo que la inversión se disparara, alcanzando una tasa media anual de aumento en torno al 10 por 100, lo que en términos de contabilización del crecimiento representó alrededor del 30 por 100 del aumento del PIB entre 1995 y 2000.

Las familias ricas también se beneficiaron del efecto riqueza de la subida de las cotizaciones bursátiles. Al ver cómo se disparaban sus activos nominales se sintieron justificadas para elevar su endeudamiento anual, así como su deuda viva, que alcanzaron niveles récord en relación con los ingresos familiares. También se sintieron libres para gastar en consumo casi la totalidad de esos ingresos, con lo que la tasa de ahorro de las familias estadounidenses descendió del 8 por 100 a prácticamente cero a lo largo de la década<sup>6</sup>. Los gastos de consumo aumentaron bruscamente, contribuyendo a absorber el aumento de oferta generado por la creciente inversión y productividad. Entre 1995 y 2000 se produjo una poderosa expansión, marcada por la aceleración del crecimiento de la producción, la productividad, el empleo y al final también de los salarios reales. Esta expansión, sin embargo, dependía casi por completo de una burbuja bursátil que no guardaba relación con las ganancias reales de las correspondientes empresas.

En el contexto de la tendencia declinante de la rentabilidad, gran parte del aumento de la inversión registrado durante la segunda mitad de la década –posibilitado por el mayor endeudamiento de las empresas y el

---

<sup>5</sup> El recurso deliberado de Greenspan al efecto riqueza del mercado de valores se puede constatar en sus declaraciones públicas de esa época, especialmente ante el Comité Económico Conjunto del Congreso en junio y julio de 1998: «Testimony of Chairman Alan Greenspan Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate: *The Federal Reserve's midyear report on monetary policy*», 21 de julio de 1998, y «Testimony of Chairman Alan Greenspan Before the Joint Economic Committee, U.S. Congress: *An update on economic conditions in the United States*», 10 de junio de 1998, ambos disponibles en <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/1998/>.

<sup>6</sup> El 20 por 100 de los hogares perceptores de mayor renta fue el único responsable de la caída de la tasa de ahorro familiar de los hogares durante la década de los noventa. Véase Dean MAKI y Michael PALUMBO, «Disentangling the Wealth Effect: A Cohort Analysis of Household Saving in the 1990s», Federal Reserve Finance and Discussion Series, abril de 2001 (disponible en <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/200121/200121abs.html>).

mayor consumo familiar alentados por la burbuja bursátil– fue a parar inevitablemente a empresas y sectores equivocados; con ello se amplió el ámbito y profundidad del exceso de capacidad, en particular a los sectores de la alta tecnología tanto dentro como fuera del sector industrial, exacerbando el declive de la rentabilidad. En el conjunto de la economía, las reducciones de costes resultantes del aumento de productividad se vieron más que contrarrestadas por la desaceleración del aumento de precios debida a la superación de la demanda por la oferta. Los consumidores resultaron así los principales beneficiarios –aunque sólo temporalmente– de un proceso que iba socavando inexorablemente los beneficios. Entre 1997 y 2000, mientras la expansión y la burbuja alcanzaban su apogeo, el conjunto del sector empresarial no financiero sufrió una caída de la tasa de beneficio de casi una quinta parte.

## II. CRISIS DE LA INDUSTRIA Y DE LA ALTA TECNOLOGÍA

Ni el crecimiento de la economía real ni el de su representación nominal recogida en los precios de los activos pudieron soportar durante mucho tiempo la fuerza de la gravedad de la caída de las ganancias. A partir de julio de 2000 una serie de informes de resultados cada vez peores precipitó una brusca caída cíclica, invirtiendo el efecto riqueza y poniendo de manifiesto el enorme exceso de capacidad productiva y de endeudamiento empresarial que constituía el doble legado de la fiebre inversora alentada por la burbuja. A las empresas, cuya capitalización de mercado se redujo notablemente, no sólo les resultaba más difícil endeudarse, sino que también tenían menos incentivos para hacerlo, dado que la disminución de los beneficios y la creciente amenaza de quiebra las inducían a tratar de equilibrar sus cuentas sobrecargadas de deudas. Tras haber comprado muchas más instalaciones, equipo y *software* del que podían poner en movimiento rentablemente, se veían obligadas a reducir sus precios o a dejar sin utilizar gran parte de su capacidad para contrarrestar la caída de la tasa de beneficio. Así pues, para afrontar esta rentabilidad declinante las empresas recortaron su producción y sus gastos de capital, restringiendo el empleo y los aumentos salariales para reducir costes. Esas iniciativas redujeron radicalmente la demanda agregada, desacelerando la economía y exacerbando el problema de la menor rentabilidad al disminuir la utilización de su capacidad y el aumento de productividad. La implacable carga del pago de intereses derivados de la enorme deuda contraída comprimió aún más los beneficios. En los 12 meses transcurridos desde mediados de 2000 hasta mediados de 2001, la tasa media anual de crecimiento del PIB cayó del 5 por 100 al -1 por 100 y la de aumento de la inversión del 9 al -5 por 100 –una caída mucho más rápida de ambas variables que en cualquier otro periodo semejante desde la Segunda Guerra Mundial–, haciendo que la economía cayera en barrena.

Durante 2001, 2002 y el primer semestre de 2003, el empleo en la economía no agropecuaria (medido en horas e incluyendo los autoempleados)

cayó un 2 por 100, un 2,5 por 100 y un 1,5 por 100 respectivamente, tras haber crecido a una tasa media anual de más del 2 por 100 entre 1995 y 2000. Esto supuso un golpe muy severo para la demanda global y un lastre inexorable y persistente sobre la economía. Simultáneamente, el aumento medio anual del salario por hora real, del 3,5 por 100 en 2000, se vio brutalmente recortado a -0,1 por 100, 1,2 por 100 y 0,3 por 100, respectivamente, en 2001, 2002 y el primer semestre de 2003. Como consecuencia de la combinación del menor crecimiento de los salarios y de la caída del empleo, las retribuciones totales reales del sector no agropecuario –principal elemento de la demanda global– cayeron un 1,2 por 100, un 1,4 por 100 y un 0,2 por 100 respectivamente en esos tres mismos periodos, tras haber crecido a una tasa media anual del 4,3 por 100 entre 1995 y 2000. Quizá lo más llamativo sea que, tras haber crecido a una tasa media anual del 10 por 100 entre 1995 y 2000, los gastos reales en instalaciones y equipo cayeron bruscamente en 2001 y 2002, manteniéndose sin apenas cambios en el primer semestre de 2003. De no haber sido por el enorme programa de estímulos del gobierno, estos contundentes golpes a la demanda de consumo e inversión, resultantes de las descomunales reducciones en las tasas de crecimiento del empleo, de los salarios y del gasto de capital, habrían mantenido la economía en recesión hasta el día de hoy. Aun con el concurso de aquel programa, provocaron una disminución del crecimiento anual medio del PIB no agropecuario, del 4,6 por 100 registrado entre 1995 y 2000 al -0,1 por 100 en 2001, sin llegar más que al 2,7 por 100 en 2002 y al 2,6 por 100 (anual) en el primer semestre de 2003.

Para empeorar aún más las cosas, también se desplomaron las ventas estadounidenses en el exterior. Durante las dos décadas anteriores el aumento de las exportaciones estadounidenses dependía, paradójicamente, del de sus importaciones, ya que se insertaba en una economía mundial cuya orientación cada vez más decidida hacia las exportaciones tenía como pilar fundamental el mercado estadounidense. La última escalada de las cotizaciones bursátiles durante los últimos años del siglo rescató a la economía mundial, así como a las exportaciones estadounidenses, de la crisis de Asia oriental, induciendo un corto *boom* de las importaciones, especialmente de componentes usados en la tecnología de la información. Pero cuando se vinieron abajo las bolsas y la inversión en Estados Unidos –sobre todo, como hemos dicho, en los sectores de la «nueva economía», todo el proceso se invirtió. Japón, la Unión Europea y Asia oriental perdieron fuelle tan rápidamente como Estados Unidos, mientras que gran parte del mundo subdesarrollado, en particular América Latina, volvía a caer en la crisis tras una breve luna de miel. Dado que las economías de los socios comerciales de Estados Unidos dependían tanto de sus ventas en el mercado estadounidense –y que la propensión a importar de Estados Unidos es mucho mayor que la de la Unión Europea o Japón–, la caída en la recesión redujo la capacidad del resto del mundo para absorber las importaciones procedentes de Estados Unidos mucho más que a la inversa. En 2001, 2002 y el primer semestre de 2003, el crecimiento de las exportaciones estadounidenses cayó, aún más que antes,

por debajo del de las importaciones: el crecimiento anual de las importaciones estadounidenses, del 13,2 por 100 en 2000, cayó al 2,9 por 100 en 2001, remontó al 3,7 por 100 en 2002 y volvió a caer al 2,25 por 100 (anual) en el primer semestre de 2003, mientras que el de las exportaciones reales estadounidenses, que fue del 9,7 por 100 en 2000, cayó al 5,4 por 100, 3,6 por 100 y 0,1 por 100 en 2001, 2002 y el primer semestre de 2003. Dado que el resto del mundo, privado del motor estadounidense, se iba estancando, Estados Unidos sólo podía contar con sus propias fuerzas para iniciar una recuperación económica de la que depende el conjunto de la economía global.

Para frenar la caída, desde enero de 2001 la Reserva Federal rebajó los costes del endeudamiento con una rapidez sin precedentes, reduciendo el tipo de interés a corto plazo en 11 ocasiones, desde el 6,5 por 100 hasta el 1,75 por 100 al final del año. Pero pronto descubrió que las reducciones en los tipos de interés son mucho más eficaces para reanimar una economía en la que el consumo se ha visto restringido por un encarecimiento del crédito —como en todos los declives cíclicos previos desde la Segunda Guerra Mundial— que para acelerar una economía hundida en la recesión por la disminución de la inversión y el empleo resultantes del exceso de capacidad y la consiguiente disminución de la tasa de beneficio.

Las empresas no financieras, dotadas de instalaciones y equipo sobrea-bundantes, se sentían poco inclinadas a acelerar la acumulación de capital, por mucho que la Reserva Federal rebajara los tipos de interés. Por el contrario, tras haber incrementado su endeudamiento del 73 al 90 por 100 de su producción anual entre 1995 y 2000, era lógico que trataran de equilibrar su balance de situación tratando de ahorrar más, lo que contribuía a frenar la inversión. Aunque el gran aumento evidente de la riqueza derivado de la capitalización de mercado permitió a las empresas no financieras elevar su ratio de endeudamiento en relación con sus ingresos hasta un nivel casi récord del 8 por 100 durante los ejercicios de 1998, 1999 y 2000, éstas se vieron obligadas a reducirlo bruscamente al 4,6 por 100, 2,1 por 100 y 2,6 por 100, respectivamente, en 2001, 2002 y el primer semestre de 2003, al contraerse espectacularmente el valor de sus acciones. Los gastos reales no residenciales en instalaciones y equipo cayeron en picado, desde una tasa media anual de crecimiento del 10,1 por 100 entre 1995 y 2000 hasta el *menos* 4,4 por 100 entre 2000 y mediados de 2003. Esta restricción de las inversiones constituye el factor determinante de la desaceleración de la economía.

### *Exceso de capacidad industrial*

El sector industrial era la principal y casi exclusiva sede y origen de la desaceleración económica cuando llegó a su culminación la evolución de los acontecimientos que habían ido madurando durante el quinquenio anterior. Si a mediados de la década de los noventa ese sector sólo repre-



sentaba el 29,3 por 100 y el 32,7 por 100, respectivamente, del PIB de las empresas no financieras, en 1995 todavía le correspondía el 42,5 por 100 y el 50 por 100 de los beneficios, antes del pago de intereses, del total de las empresas y de las no financieras, respectivamente. Por eso la crisis del sector industrial significaba una crisis de toda la economía.

Entre 1995 y 2000 el aumento de costes en el sector industrial estadounidense no suponía una amenaza para la rentabilidad, sino más bien al contrario: el crecimiento de la productividad industrial progresaba tan rápidamente que compensaba con mucho los aumentos salariales, de forma que el coste laboral unitario cayó a una impresionante tasa media anual de más del 1 por 100 durante todo el quinquenio. Aun así, a los productores estadounidenses les resultó mucho más difícil defender, y más aún expandir, sus mercados y márgenes de beneficio durante este periodo, porque tuvieron que hacer frente a una revalorización del dólar en términos ponderados comercialmente del 21 por 100, y a partir de 1997 a una situación de crisis en el mercado mundial. Los precios de las exportaciones mundiales, medidos en dólares, cayeron a una sorprendente tasa del 4 por 100 anual durante el quinquenio, de forma que aunque las exportaciones industriales estadounidenses crecieron a una tasa media anual del 7 por 100, las importaciones industriales lo hicieron casi una vez y media más rápido, con una tasa del 10 por 100 anual, y su proporción en el mercado estadounidense aumentó en una tercera parte. Pese a la caída en los costes de producción, la presión de los precios era tan intensa que el sector industrial sólo pudo mantener su tasa de beneficio entre 1995 y 1997, y ello gracias a que la presión salarial fue muy débil durante esos dos años, cayendo los salarios reales un 1,5 por 100 anual. Entre 1997 y 2000 los precios cayeron aún más que el coste laboral unitario, de forma que en ese corto periodo de expansión económica y burbuja bursátil la tasa de beneficio industrial cayó un 15 por 100.

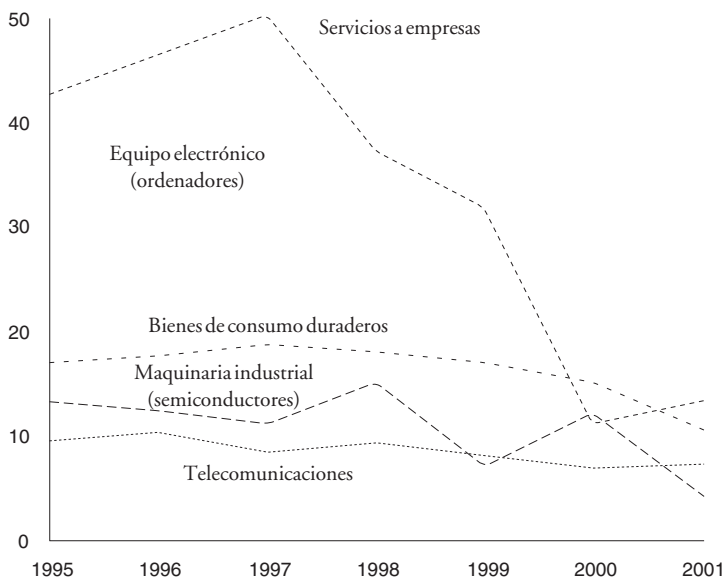
Durante 2001 la crisis del sector industrial alcanzó su apogeo debido a la intensificación de las presiones competitivas del mercado mundial y la desaceleración del mercado doméstico. Mientras los precios industriales mundiales caían otro 2,4 por 100 y las exportaciones industriales estadounidenses (nominales) un 7 por 100, los productores estadounidenses vieron caer a la mitad el crecimiento del consumo doméstico. Como consecuencia de estas contracciones el PIB industrial estadounidense cayó un 6 por 100 y la utilización de su capacidad un 7,1 por 100, al tiempo que la inversión industrial real caía un 5,4 por 100. Con una caída tan rápida de la producción y la utilización de la capacidad, así como de los gastos en nuevas instalaciones, equipo y *software*, los patronos no podían reducir la fuerza de trabajo con la rapidez suficiente para evitar una enorme caída en el aumento de productividad. En 2001 el empleo (medido en horas) sufrió un recorte del 4,8 por 100, pero el incremento de la producción por hora (en el sector industrial) cayó del 6,1 por 100 en 2000 al -0,4 por 100.

Las empresas industriales respondieron a estas presiones agudísimas recortando las retribuciones de los empleados: los salarios reales, que habían

aumentado un 3,9 por 100 en 2000, disminuyeron un 1,2 por 100 en 2001. Pero, debido a la disminución de la productividad y de la utilización de la capacidad, los patronos no pudieron evitar un aumento del 2 por 100 del coste laboral unitario, ni tampoco que los precios industriales domésticos cayeran un 0,4 por 100, tras una caída del 2 por 100 en 2000. De todo ello se derivó que durante 2001 la tasa de beneficio del sector industrial cayera otro 21,3 por 100, hasta un nivel más de una tercera parte por debajo de su máximo de 1997. Entre 1997 y 2001, al tiempo que aumentaba desahoradamente el endeudamiento empresarial, los intereses netos abonados por el sector industrial crecieron en relación con los beneficios netos del mismo del 19 por 100 al 40,5 por 100, alcanzando un nuevo récord desde la Segunda Guerra Mundial. En parte como consecuencia de todo ello, en 2001 los beneficios obtenidos en el sector industrial tras el pago de intereses habían caído un estrepitoso 44,4 por 100 desde su máximo de 1997.

La crisis de rentabilidad golpeó a toda la industria, incluidos subsectores tradicionales como el textil, el acero y el cuero, pero el ojo del huracán fue la tecnología de la información, que en su mayor parte corresponde a la industria de bienes duraderos aunque también incluye otros no pertenecientes al sector industrial, como es el caso fundamentalmente de las telecomunicaciones. Los servicios a empresas, que atienden sobre todo a las industriales, fueron también duramente golpeados. Las industrias de alta tecnología habían sido las principales beneficiarias de la generosidad

FIGURA 1. *Tasas de beneficio en los sectores industrial, de alta tecnología y otros relacionados (%), en 1995-2001*



Fuentes: GPO by Industry and Fixed Asset Tables, Bureau of Economic Analysis, <http://www.bea.gov/bea/dn2/gpo.htm> y <http://www.bea.gov/bea/dn/faweb/Index.htm>; Andrew Glyn, correspondencia personal. Véase la «Nota sobre las fuentes utilizadas» al final del artículo.

financiera generada por el alza del mercado de valores, convirtiéndose en principales receptoras de la sobreinversión y más tarde en principales víctimas del exceso de capacidad, caída de los beneficios y balances de situación desequilibrados. Muchas de ellas experimentaron enormes caídas de su tasa de beneficio, pero incluso aquellas en las que esa caída no fue tan espectacular sufrieron notables recortes en sus beneficios absolutos tras el pago de intereses, debido a las descomunales deudas que habían contraído durante el periodo de la burbuja. Entre 1995 y 2001 los beneficios deducidos intereses en el sector de equipo electrónico (incluidos ordenadores) cayeron de 59.500 millones de dólares (1997) a 12.200 millones; en el de equipamiento industrial (incluidos semiconductores), de 13.300 millones a 2.900 millones; en el de telecomunicaciones, de 24.200 millones (1996) a 6.800 millones y, en la rama de los servicios prestados a empresas, de 76.200 millones (1997) a 33.500 millones.

El declive de la rentabilidad industrial fue responsable por sí solo de *toda* la caída registrada en la tasa de beneficio del conjunto del sector empresarial no financiero en 2001. Dicho de otra forma, si se excluye la industria, el sector empresarial no financiero no sufrió ninguna disminución en su tasa de beneficio en 2001<sup>7</sup>. De hecho, la crisis de rentabilidad del sector industrial fue tan severa en 2001 que bastó para infligir una caída del 10 por 100 en la tasa de beneficio del conjunto del sector empresarial no financiero. En ese mismo año, la tasa de beneficio de éste, que ya había experimentado un declive del 19 por 100 entre 1997 y 2000, había caído un 27 por 100 desde su máximo de 1997.

Es del sector industrial y los relacionados con él de donde han seguido viniendo las presiones a la baja más poderosas sobre la economía, como consecuencia de los recortes implacables practicados por los patronos a fin de restaurar los beneficios. En 2002 y el primer semestre de 2003 han reducido la producción en un 0,4 por 100 y un 2,8 por 100 respectivamente<sup>8</sup>, disminuyendo aún más rápidamente la inversión, con una tasa media anual del 5 por 100 o más<sup>9</sup>. Sobre todo han reducido radicalmente el empleo: entre julio de 2000 y octubre de 2003 los patronos han eliminado 2,8 millones de puestos de trabajo en el sector industrial, bastante más del total de 2,45 millones de empleos perdidos en el sector privado en el mismo periodo, lo que significa que en los sectores no industriales de la economía aumentó de hecho el número de empleos durante esos años. Desde su máximo más reciente alcanzado en 1997, el sector industrial ha perdido la

<sup>7</sup> Parte del sector empresarial no industrial y no financiero también ha sufrido serios problemas de rentabilidad, entre ellos las telecomunicaciones, los servicios a empresas y las líneas aéreas, pero sus pérdidas se vieron compensadas por las ganancias de otras industrias.

<sup>8</sup> Estas cifras son para la producción bruta, no para el valor añadido (PIB); se trata, por lo tanto, de primeras aproximaciones. La Oficina de Análisis Económicos no dará a conocer las cifras para el valor añadido hasta finales de este año.

<sup>9</sup> Esto supone que la caída de la inversión industrial fue al menos tan grande como en el conjunto de economía privada. Las cifras de la inversión industrial en 2002 y 2003 todavía no están disponibles.

quinta parte de su fuerza de trabajo. En gran medida como consecuencia de ello, la tasa media anual de crecimiento de las retribuciones totales en el sector industrial, tras haber registrado un incremento del 3,8 por 100 entre 1995 y 2000, cayó al 3,1 por 100 entre finales de 2000 y mediados de 2003, siendo responsable, una vez más, de la mayor parte del declive de las retribuciones totales reales abonadas en la economía no agropecuaria durante ese periodo. La crisis de la inversión y el empleo, debido a su continuo y poderoso efecto restrictivo sobre el aumento de la demanda efectiva, ha constituido el principal factor depresivo en el conjunto de economía desde el inicio de la desaceleración en el segundo semestre de 2000, y ha sido sobre todo en el sector industrial donde se ha producido esa crisis.

### III. UNA VÍA DE EXPANSIÓN DISTORSIONADA

A mediados de 2003 las históricas reducciones de tipos de interés efectuadas por Greenspan chocaron contra un muro de exceso de capacidad industrial y endeudamiento empresarial, mostrándose incapaces de detener la caída de la inversión, de animar a los empresarios a solicitar nuevos créditos y de propinar un nuevo dinamismo al sector industrial y a los relacionados con él, especialmente contratando a nuevos trabajadores. La Reserva Federal no tenía opción, por lo tanto, que tratar de estimular un aumento del consumo para mantener en marcha la economía, algo que ha logrado en gran medida, con la consecuencia de que ésta ha acabado por seguir una paradójica trayectoria dual. La industria y sectores anejos han sufrido una profunda contracción cuyos orígenes se remontan a 1995 y que se debe a la prolongada sobrecapacidad global, a la intensificación de la competencia internacional y a la sobrevaluación del dólar. Áreas importantes del sector no industrial, sin embargo, han conseguido mantener una expansión también iniciada a mediados de la década de los noventa, debida a la perpetuación más allá del *boom* y de la subsiguiente desaceleración de amplias tendencias y condiciones que se remontan a ese momento, en particular la disponibilidad cada vez mayor de crédito barato, la hipertrofia de diversas burbujas en el precio de los activos, el impetuoso e imparable aumento de la deuda, el incremento del gasto en consumo alentado por el crédito y el vertiginoso aumento de las importaciones abaratas por un dólar todavía sobrevaluado.

En cierta medida, los reducidos tipos de interés de Greenspan han logrado alentar la actividad crediticia y con ella el consumo. Durante las desaceleraciones económicas las familias suelen tener que aumentar su endeudamiento a fin de cubrir la pérdida de ingresos resultante de las restricciones salariales y el creciente desempleo; pero precisamente debido a la presión a la baja sobre sus ingresos, las familias ven limitada su capacidad de endeudamiento. En 2001, debido a los despidos y las restricciones salariales, las retribuciones totales reales de todos los empleados, incluidos los que trabajan para la Administración pública, cayeron un 1,7 por 100 en relación con el último trimestre de 2000, y otro 0,1 por 100 en 2002, y sólo aumen-

tó un 0,4 por 100 en el primer semestre de 2003. La Reserva Federal pretendía superar las limitaciones debidas al estancamiento de esos ingresos resucitando –en realidad, prolongando– su estrategia de la década de los noventa, es decir, estimulando la economía recurriendo a una variante u otra del efecto riqueza.

Greenspan ha tratado así una vez más de elevar los precios de determinados activos, de inflar la riqueza nominal, a fin de aumentar la capacidad de endeudamiento y, por lo tanto, de gasto, pero, debido a la profunda caída de rentabilidad registrada desde 1997 y de las cotizaciones bursátiles verificada desde mediados de 2000, así como a la pretensión de las empresas de reducir sus deudas solicitando menos créditos, ha tenido que corregir el rumbo. La Reserva Federal trata todavía de alentar la subida de las cotizaciones bursátiles para mejorar la situación financiera de las empresas y más en general el clima empresarial, pero ahora deposita su mayor esperanza de estimular la economía en la rebaja de los tipos hipotecarios y la subida de precio de las viviendas, como forma de propiciar el endeudamiento familiar y el gasto en consumo (incluida la inversión inmobiliaria). En sus propios términos, estas esperanzas se han visto espectacularmente cumplidas.

Gracias en parte a las iniciativas de la Reserva Federal, los tipos de interés a largo plazo han caído significativamente y el precio de la vivienda ha aumentado precipitadamente. Entre junio de 2000 y junio de 2003 el tipo de interés sobre las hipotecas fijas a treinta años cayó del 8,29 por 100 al 5,23 por 100, lo que supone una caída del 37 por 100. En ese mismo intervalo el precio de la vivienda ha aumentado un 7 por 100 anual, extendiendo y acentuando una tendencia iniciada entre 1995 y 2000, cuando crecía con una tasa media anual del 5,1 por 100. Con el aumento de garantía que suponen la posesión de tales activos y la reducción radical de los costes de endeudamiento, las familias han podido incrementar su endeudamiento, a pesar de la desaceleración de la economía real, la disminución del salario real por hora y el aumento del desempleo. Ya entre 1998 y 2000 la relación entre las nuevas deudas contraídas por las familias y sus ingresos anuales, cuyo promedio era del 7,5 por 100, se fue aproximando del nuevo a las alturas históricas alcanzadas a mediados de la década de los ochenta. A partir de 2001 comenzó a crecer rápidamente, y durante el primer semestre de 2003 batió todos los récords situándose cerca del 12 por 100. Entre 2000 y 2003 el crecimiento de las deudas de los hogares ha supuesto el 70 por 100 del aumento total de las deudas privadas vivas no financieras. Casi todo el nuevo endeudamiento familiar que se ha verificado durante estos años –el 85 por 100– se ha producido mediante el crédito hipotecario posibilitado por la inflación del precio de la vivienda y la reducción de los tipos de interés, y menos del 15 por 100 mediante otras formas de crédito al consumo, evidentemente frenadas por el estancamiento de los ingresos.

Aprovechando el aumento de valor de sus viviendas y la disminución del coste del endeudamiento, las familias han podido obtener grandes sumas

de su patrimonio familiar –sea mediante la venta de viviendas, la refinanciación y las segundas hipotecas– desempeñando así a plena satisfacción el papel que se les había asignado en el impulso a la economía de mantener el crecimiento del consumo. Entre 2000 y mediados de 2003 el aumento de los gastos de consumo reales alcanzó el 2,8 por 100 anual, pese a que, como he señalado, las retribuciones totales reales disminuyeron de hecho durante ese mismo periodo. El aumento sostenido del consumo, gracias al incremento paralelo del endeudamiento de los hogares, ha sido *el* factor determinante del crecimiento del PIB a partir de 2000, limitando el precipitado declive de la economía en 2001, estabilizándola en el invierno de 2001-2002 y estimulando el crecimiento que ha tenido lugar desde entonces. En términos de contabilidad nacional, el aumento de los gastos de consumo personal fue responsable de casi todo el incremento del PIB verificado entre 2000 y el primer semestre de 2003, debiéndose a él un crecimiento un 16 por 100 por encima del que tuvo efectivamente lugar durante ese periodo. Dicho de otra forma, no sólo compensó por sí mismo el sustancial impacto negativo sobre el aumento del PIB propiciado por la caída en la inversión y el mayor déficit comercial, sino que supuso cerca de la mitad del crecimiento positivo alcanzado en ese periodo. Tras caer al 0,3 por 100 en 2001, el aumento del PIB alcanzó un 2,4 por 100 en 2002 y un 2,35 por 100 (anualizado) en el primer semestre de 2003.

CUADRO 1. *Crecimiento impulsado por el consumo*

	2001	2002	2003-2005	Total
Crecimiento del PIB (%)	0,3	2,4	2,35	5,05
<i>Crecimiento del PIB debido a</i>				
Gasto en consumo personal	1,67	2,15	2,02	5,84
Inversión privada doméstica*	-1,90	0,15	-0,26	-2,01
Exportaciones netas de bienes y servicios	-0,18	-0,67	-0,51	-1,36
Gastos federales y locales	0,65	0,81	0,83	2,29

\* La inversión doméstica incluye tanto la residencial como la no residencial.

Fuente: NIPA, *Bureau of Economic Analysis*, Table S.2, <http://www.bea.doc.gov/bea/dn/nipaweb/index.asp>.

La Reserva Federal se lo está jugando todo a que el aumento del consumo se mantenga lo suficiente como para que las empresas se deshagan de su exceso de capacidad, comiencen de nuevo a invertir y contratar y permitan al todopoderoso consumidor tomarse un descanso. Eso es lo que se requiere para devolver a la economía una apariencia de salud.

### *Estímulos presupuestarios*

Mientras la Reserva Federal ponía en práctica sus estímulos monetarios, el gobierno de Bush añadió lo que cabe juzgar como un importante estímulo presupuestario al estilo de Ronald Reagan, proponiendo al Congreso un plan de recortes de impuestos e importantes aumentos del gasto

militar. Pero estas medidas son menos potentes de lo que parecen. La Administración ha arrojado algunos huesecillos al conjunto de la población –préstamos en efectivo a los Estados para ayudar a cubrir el coste de Medicare, una reducción de impuestos a los matrimonios, un incremento de los créditos impositivos [*tax credit*]<sup>10</sup> para Childcare y la prolongación de las reducciones de los tipos establecidas en la Tax Act de 2001–. Pero todas esas medidas, en conjunto, sólo supondrán unos 35.000 millones de dólares en 2003. Pueden proporcionar un impulso temporal palpable, pero su impacto en una economía de 11 billones de dólares anuales será por fuerza minúsculo. Las restantes ventajas fiscales afectan sobre todo a los dividendos, por lo que benefician casi exclusivamente a los más ricos. Favorecerán mucho más un aumento del ahorro y la compra de activos financieros que el gasto en consumo, contribuyendo poco a aumentar la demanda global. El hecho de que los recortes de impuestos a escala federal tengan como efecto una reducción de ingresos de los exhaustos gobiernos estatales, obligándoles a recortar los gastos y en algunos casos a aumentar los impuestos, probablemente contrarrestará en buena medida, aunque no del todo, el estímulo que puedan suponer.

A raíz del 11 de septiembre de 2001, el gasto militar aumentó un 6 por 100 en 2001 y un 10 por 100 en 2002, posibilitando con ello que en los 12 meses posteriores a los ataques sobre el World Trade Center y el Pentágono las acciones de las nueve mayores empresas vinculadas a la defensa superaran en un 30 por 100 el rendimiento medio de las incluidas en el índice S&P 500<sup>11</sup>. El gasto en defensa, al que ha correspondido en torno al 65 y el 80 por 100 respectivamente del aumento total del gasto federal durante esos dos años, ha contribuido incuestionablemente a dinamizar la economía. Sin embargo, el aumento del gasto militar sólo supuso un incremento del PIB inferior al 0,75 por 100 *en total* durante 2001 y 2002<sup>12</sup>.

Evidentemente, cuando la economía se desacelera, la combinación de grandes recortes de impuestos para los ricos y gigantescos aumentos del gasto militar ha vuelto a poner en números rojos las cuentas del gobierno federal. En 2000, gracias a la burbuja especulativa y a las colosales ganancias de capital debidas a la apreciación de los mercados bursátiles, el gobierno federal obtuvo un superávit de 236.000 millones de dólares. Pero en sólo

---

<sup>10</sup> Fórmula mediante la cual los empresarios, en lugar de abonar a Hacienda la parte de la nómina de sus empleados correspondiente al impuesto sobre la renta, deben abonársela a éstos. Esta medida es aplicable sólo a las personas con unos ingresos mínimos y responde al hecho de que muchas de ellas, a pesar de completar, mediante distintos trabajos parciales, una jornada laboral completa, no consiguen alcanzar dichos ingresos mínimos. [*N. del T.*]

<sup>11</sup> Tim BENNETT *et al.*, «Global News, Valuations and Forecasts» y Heidi WOOD, Miles WALTON y Aayush SONTHALIA, «Defense Budget Apt to Remain on Track», *Morgan Stanley Equity Research Aerospace and Defense*, 12 de noviembre y 16 de diciembre de 2002. Agradezco a Aayush Sonthalia que pusiera a mi disposición estos datos.

<sup>12</sup> El gran aumento de los gastos relacionados con la guerra de Iraq durante el segundo trimestre de 2003 elevó significativamente la tasa de crecimiento del PIB (que de otro modo se habría estancado), pero parece dudoso que tales gastos sean sostenibles.

dos años y medio ha caído de nuevo en números rojos con un despampanante déficit de 450.000 millones. Dado que la economía todavía renqueaba, parecía muy procedente optar por un déficit keynesiano. Pero como la motivación de las medidas de la Administración era más política y militar que estrictamente económica, no es sorprendente que la forma en que ha hecho pasar las finanzas públicas del superávit al déficit haya tenido una eficacia mínima como estímulo para el crecimiento económico.

Debido al sostenido aumento del consumo, impulsado por el creciente endeudamiento de las familias y en alguna medida del gobierno, buena parte de la economía no industrial ha atravesado el periodo de deceleración sin sufrir graves daños. Incluso en el año de recesión de 2001 la tasa de beneficio de las empresas no financieras y no industriales creció ligeramente, y bastante más en 2002 y el primer semestre de 2003. Si bien la producción industrial se ha mantenido prácticamente invariable en ese periodo, el PIB en el sector no industrial y no agropecuario ha crecido a una tasa media anual superior al 3 por 100. El panorama del empleo, sin embargo, es bastante más oscuro: aunque el empleo no industrial creció en términos netos en 230.000 puestos de trabajo entre julio de 2000 y octubre de 2003, todo el aumento se produjo en el sector financiero (306.000), inmobiliario (51.000) y de servicios de sanidad y educación (1.515.000). Dejando a un lado estos tres subsectores, el resto del sector perdió 1.642.000 empleos. Queda en pie, no obstante, el hecho de que a los sectores mejor situados para aprovechar la caída de los tipos de interés, el endeudamiento acelerado, el aumento del consumo, el crecimiento de las importaciones y la subida de precios de determinados activos –en particular la construcción, el comercio minorista y, sobre todo, el sector financiero– les ha ido extraordinariamente bien, imprimiendo un sello específico a la trayectoria económica de Estados Unidos en el nuevo milenio.

### *Construcción y comercio minorista*

La construcción ha experimentado por razones obvias su mayor expansión desde la Segunda Guerra Mundial: la economía ha crecido prácticamente sin parar durante una docena de años, lo que ha supuesto una presión sin precedentes sobre la oferta de viviendas. Además, desde mediados de la década de los noventa, el aumento del consumo, alentado por un acceso cada vez más fácil a los créditos, ha crecido aún más rápidamente, incrementando el impacto de la expansión económica sobre la demanda de viviendas. La consecuencia inevitable ha sido un espectacular incremento de las ventas de viviendas y de sus precios. Por otra parte, el aumento de los salarios reales en la construcción –un sector en otro tiempo muy sindicalizado y del que los sindicatos han desaparecido prácticamente en la actualidad– se ha mantenido por debajo del 1 por 100 anual durante los últimos diez años. Durante los quince anteriores, entre 1978 y 1993, los salarios reales del sector cayeron a una tasa media anual del 1,1 por 100, lo que supone un total del 14 por 100. De forma que la tasa



de beneficio en la construcción ha aumentado como nunca antes, sextuplicándose entre 1992 y 2001 y alcanzando este último año un nivel 50 por 100 más alto que cualquier máximo anterior desde la finalización de la Segunda Guerra Mundial, incluida la larga expansión de posguerra.

La prosperidad del comercio minorista, como la de la construcción, es consecuencia de más de un decenio de recorte de salarios. Entre 1978 y 1991 las retribuciones reales en el sector cayeron a una tasa media anual del 1,6 por 100, lo que da un total de un 19 por 100. Durante el siguiente decenio los minoristas se beneficiaron no sólo de la expansión general de la economía, sino del incremento singularmente rápido de los gastos de consumo, en particular del derroche *yuppie* alentado por el efecto riqueza. Se vieron además favorecidos por la imparable alza del dólar, que abarataba las importaciones, preparando el camino para una creciente marea de artículos baratos de todo tipo procedentes de China. Entre 1995 y 2002 la República Popular China se ha convertido en el principal exportador a Estados Unidos, aumentando las importaciones procedentes de ese país de 44.000 millones de dólares a 122.500 millones, lo que supone un tasa media anual de crecimiento del 16 por 100. Wal-Mart —que es ahora la mayor empresa del mundo— ha desempeñado en ese proceso un papel estelar muy publicitado, correspondiéndole más del 10 por 100 de todas las importaciones de China y beneficiándose de la sobreproducción patente en tantas industrias chinas para exigir precios cada vez más bajos; pero a muchos otros minoristas estadounidenses también les fue extraordinariamente bien<sup>13</sup>. Entre 1992 y 2001 el empleo en el comercio minorista aumentó en 2,4 millones de puestos de trabajo, esto es, el 19 por 100, y la tasa de beneficio aumentó todos los años, computando un total del 57 por 100, incluido un aumento del 8 por 100 en el año de recesión 2001<sup>14</sup>.

## Finanzas

La expansión del sector financiero ha sido paralela a la de la construcción y el comercio minorista, pero de un orden totalmente diferente. Si ya durante la década de los noventa asumió proporciones verdaderamente revolucionarias, transformando el mapa de la economía estadounidense, tal proceso se ha mantenido ininterrumpidamente durante los primeros años del nuevo milenio. El giro hacia las finanzas se afianzó a comienzos de

---

<sup>13</sup> Paul Wonnacott, «Behind China's Export Boom, Heated Battle Among Factories», *Wall Street Journal* (13 de noviembre de 2003).

<sup>14</sup> El espacio limitado de este artículo impide prestar atención al sector (mucho más pequeño) de la industria hotelera, que siguió una trayectoria parecida a la del comercio minorista, aumentando sus puestos de trabajo en más del 20 por 100 y su tasa de beneficio un 50 por 100 entre 1992 y 2001. Otro caso diferente impulsado por el consumo, que requiere mucho mayor estudio, es el vasto sector de los servicios sanitarios, que registró enormes incrementos en los beneficios empresariales: de 4.900 millones en 1989 a 15.400 millones en 1994, 17.300 millones en 1999 y 24.800 millones en 2001, por no mencionar una expansión del empleo de casi el 50 por 100.

la década de los ochenta con la política monetarista, los elevados tipos de interés, un dólar fuerte y la desregulación financiera, tras el fracaso de un intento mantenido durante más de diez años de frenar el declive de la rentabilidad no financiera, especialmente en el sector industrial, mediante déficit keynesianos y un dólar bajo. Pero pese a la desregulación del sector financiero y subidas muy importantes en el mercado de títulos, tanto de renta fija como de renta variable, durante la década de los ochenta, la combinación de la euforia de fusiones y absorciones impulsada por el endeudamiento, la burbuja de la propiedad inmobiliaria y la inflación del valor de las acciones tuvo como efecto, a finales de la década, crisis importantes no sólo en los bancos comerciales, en las cajas de crédito y ahorro y en las promotoras inmobiliarias, sino hasta en las propias empresas no financieras.

Todo esto cambió en la década de los ochenta, una vez que Greenspan rescató al sector financiero. Cuando se inició la recesión de 1990-1991, no sólo rebajó espectacularmente los tipos de interés a corto plazo, permitiendo a los bancos aplicar con resultados cada vez mejores su práctica habitual de endeudarse barato a corto plazo y prestar caro a largo plazo, sino también, violando las regulaciones gubernamentales, hacerse con enormes cantidades de obligaciones a largo plazo –que se revaluaron espectacularmente cuando la Reserva Federal rebajó los tipos de interés a largo plazo haciendo menos rentables los nuevos bonos– sin reservar fondos para cubrir el riesgo correspondiente<sup>15</sup>. Los beneficios del sector financiero se recuperaron casi instantáneamente y se inició un vertiginoso ascenso que todavía no se ha interrumpido.

Todas las tendencias importantes de la década de los noventa, económicas y políticas, jugaban a favor de las finanzas. La economía real disfrutaba de un crecimiento continuo; el giro de Clinton hacia el equilibrio presupuestario más la impetuosa subida del dólar a raíz del Acuerdo del Plaza inverso –ambos urdidos por su zar económico Robert Rubin, antiguo jefe ejecutivo de Goldman Sachs– redujeron la inflación a un mínimo, defendiendo los réditos reales de los préstamos (del mismo modo que perjudicaban los de la industria). Clinton y Rubin llevaron la desregulación bancaria hasta su conclusión lógica, abriendo la vía para el ascenso de «supermercados financieros integrados» que podían combinar, con gran aumento de sus beneficios, las tareas hasta entonces separadas de la banca comercial, la banca de inversiones y los seguros. Pero fue sobre todo la burbuja bursátil la que ofreció oportunidades históricamente inigualadas para acumular tasas y beneficios por supervisar la emisión de acciones y las fusiones y absorciones, al tiempo que gestionaban la financiación de los créditos a los empresarios y a los consumidores. Al final de la década, cuando la burbuja bursátil se aproximaba a su apogeo, el inicio de la burbuja inmobiliaria ofreció al sector financiero otro exorbitante campo de ejercicios con múltiples oportunidades para obtener cuantiosos beneficios. Entre 1994 y 2000 los beneficios del sector financiero se duplicaron. Dado que en el mismo periodo los bene-

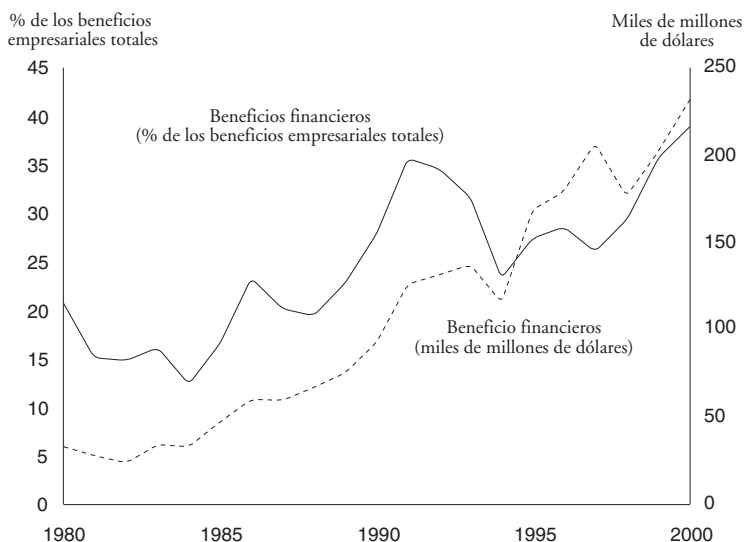
---

<sup>15</sup> Joseph STIGLITZ, *The Roaring Nineties*, Londres, 2003, p. 43.

ficios en el sector empresarial no financiero sólo aumentaron un 30 por 100, la proporción de los beneficios empresariales totales correspondiente al sector financiero saltó del 23 al 39 por 100, lo que significaba *el 75 por 100 del incremento* de los beneficios empresariales obtenidos durante esos años.

Ni la implosión de la burbuja bursátil ni la desaceleración de la economía real a partir de 2001 bloquearon el ascenso de las finanzas. La burbuja inmobiliaria sustituyó a la bursátil, y el menor coste del endeudamiento hizo el resto. Los beneficios procedentes en gran medida de negocios relacionados con las hipotecas, así como las transacciones y suscripción de bonos –todos ellos ligados al descenso de los tipos de interés–, posibilitaron a los bancos y sociedades de valores seguir obteniendo ganancias sensacionales, pese al desplome de las cotizaciones bursátiles y las grandes reducciones en el aumento del endeudamiento empresarial. Entre 2000 y el primer semestre de 2003 –el periodo de la desaceleración– los beneficios del sector financiero siguieron creciendo espectacularmente, tanto en términos absolutos como relativos, llegando a constituir, según Morgan Stanley, cerca de la mitad del total de los beneficios empresariales y correspondiéndoles casi el 80 por 100 del aumento de esos beneficios entre 2000 y 2003<sup>16</sup>.

FIGURA 2. *Beneficios del sector financiero en relación con los beneficios empresariales totales, porcentaje de los beneficios empresariales totales*



La cifra del porcentaje es la de los beneficios del sector financiero con respecto a los beneficios empresariales totales menos los intereses netos.

Fuente: NIPA, Table 1.16 y GPO By Industry, Bureau of Economic Analysis <http://www.bea.doc.gov/bea/dn/nipaweb/index.asp> y <http://www.bea.gov/bea/dn2/gpo.htm>.

<sup>16</sup> Steve GALBRAITH, «Trying to Draw a Pound of Flesh Without a Drop of Blood», *Morgan Stanley US and the Americas Investment Research*, 8 de septiembre de 2003; Steve GALBRAITH, «Fading Fog», *Morgan Stanley US and the Americas Investment Research*, 21 de septiembre de 2003. Los

## IV. CONTRADICCIONES DE UNA ECONOMÍA IMPULSADA POR BURBUJAS

El giro de la Reserva Federal hacia un crédito cada vez más barato aportó una apariencia de orden a la economía no industrial, nuevos aumentos de rentabilidad en la construcción y el comercio minorista y la prolongación de una expansión histórica del sector financiero, aunque todo eso se produjo mediante y a costa de una inflación desmedida de los activos financieros, mucho más allá del valor de los activos reales que representan. Las subsecuentes burbujas han proporcionado la garantía requerida para respaldar un endeudamiento cada vez mayor y para mantener el aumento del consumo y el ritmo de la economía. Así pues, la demanda que ha impulsado el crecimiento económico estadounidense durante los últimos tres años provenía sobre todo de la capacidad de compra generada por créditos respaldados por la revaluación especulativa de la riqueza nominal, más que de un aumento de la inversión y el empleo inducido por crecientes beneficios.

Las cotizaciones bursátiles, como es sabido, cayeron bruscamente desde mediados de 2000, pero paradójicamente no llegaron a ponerse a la par con los beneficios subyacentes, ya que éstos habían caído otro tanto. En octubre de 2002, cuando esas cotizaciones llegaron a un mínimo, el índice mixto S&P 500 estaba un 42 por 100 por debajo de su máximo de julio de 2000, pero la ratio ganancias/precio (*earnings-price ratio*) (esto es, la tasa de ganancia de la inversión en acciones), aunque había caído un 48 por 100 de su máximo de 1995 a mediados de 2000, se mantuvo en torno al 3,7 por 100, sin conseguir incrementarse (lo que significa que las inversiones en acciones proporcionaban un rédito anual ligeramente inferior al 4 por 100). De no haber sido por la política de crédito barato de la Reserva Federal, el precio de las acciones habría caído obviamente mucho más equiparándose a las ganancias subyacentes; dicho con otras palabras, no se permitió que la burbuja bursátil llegase a implosionar totalmente.

Pocos meses después esa burbuja inició una nueva expansión. A partir de marzo de 2003 los precios de los de los títulos de renta fija comenzaron a subir y los tipos de interés cayeron, como expresión patente de la debilidad subyacente de la economía, pero los precios de las acciones emprendieron un nuevo ascenso ininterrumpido y el índice S&P 500 ha subido en torno al 30 por 100 en los siguientes ocho meses. Esto era sin duda lo que esperaba y deseaba la Reserva Federal. Sin embargo, en el verano de 2003, según *The Financial Times*, el rendimiento financiero medio del S&P 500 había caído otro 10 por 100 hasta situarse en torno al 3 por 100, frente a su media histórica en torno al 7 por 100. La Reserva Federal está consiguiendo, pues, evitar que el ambiente de los negocios se oscurezca aún más, pero a costa de mantener la burbuja bursátil para evitar el hundimiento de las cotizaciones y la consiguiente desaceleración económica. Una corrección significativa podría enviar directamente la economía a la recesión.

---

datos de Morgan Stanley corresponden a las empresas incluidas en el índice S&P 500. Para los beneficios del sector financiero posteriores a 2001 no existen todavía datos fiables del gobierno.

## *La burbuja inmobiliaria*

Desde mediados de la década de los noventa, cuando las cotizaciones bursátiles comenzaron a despegarse de los beneficios empresariales y del PIB, también comenzó a inflarse el precio de la vivienda. Desde 1975, que es cuando comenzaron a registrarse los datos, hasta 1995, el precio de la vivienda había aumentado con una tasa muy parecida a la de los precios al consumo, permaneciendo por tanto aproximadamente estable en términos reales. Durante la primera mitad de la década de 1980 el índice del precio de la vivienda cayó entre un 5 y un 10 por 100 por debajo del IPC, volviendo a ponerse su altura en 1985; luego, entre 1985 y 1990, se elevó en torno al 12 por 100 por encima del IPC, para volver a caer de nuevo a su mismo nivel en 1995. El precio real de la vivienda en 1995 era, por lo tanto, poco más o menos el mismo que en 1985 y 1979. Pero entre 1995 y el primer semestre de 2003 la subida del índice de precio de la vivienda ha superado la del IPC en más de un 35 por 100, lo que supone históricamente un aumento inaudito de su coste real.

La explicación de esa burbuja inmobiliaria parece muy simple, dado su desarrollo. Cuando los accionistas acumulaban riqueza mediante la burbuja bursátil aumentó la demanda de casas más caras más rápidamente que la oferta. Luego, cuando subió el precio de la vivienda, los compradores aceptaron la subida suponiendo que su valor seguiría aumentando, como sucedió en los mercados bursátiles. Cuando éstos se hundieron y la expansión llegó a su fin en 2000, la burbuja inmobiliaria se mantuvo, en parte gracias a las reducciones de tipos de interés de la Reserva Federal, pero también por la transferencia de fondos del mercado de valores al de la vivienda, especialmente en el contexto de los muy reducidos réditos obtenidos de la concesión de préstamos. El aumento del precio de la vivienda era un proceso autorreforzado, ya que permitía a los propietarios, a medida que caían los tipos de interés, comprar casas cada vez más caras, lo que mantenía la demanda por encima de la oferta<sup>17</sup>.

Así pues, en los cuatro años transcurridos entre 1995 y 1999, la riqueza de las familias representada por la propiedad de su vivienda creció un 25 por 100. Pero entre el momento del máximo alcanzado en el mercado de valores en 1999 y su depresión del primer trimestre de 2003, el valor de la vivienda creció aún más rápidamente, a una tasa media anual un 5 por 100 más alta que la del IPC. De hecho, el precio real de la vivienda creció más durante esos tres años que en cualquier otro periodo semejante registrado. Como consecuencia, mientras que el valor de los títulos (incluidos los fondos de inversión) en manos de las familias descendió de 12,2 billones a 7,15 billones de dólares en ese breve intervalo, lo que supone una caída

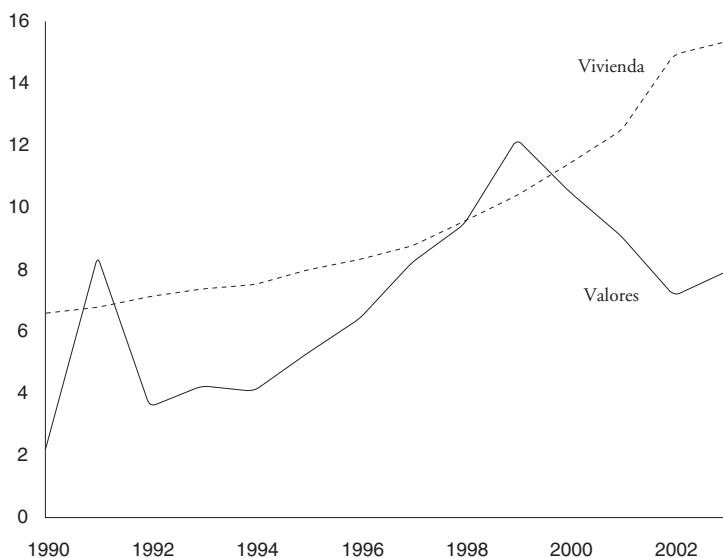
---

<sup>17</sup> Este párrafo y el anterior se basan en Dean BAKER y Simone BARIBEAU, «Homeownership in a Bubble: The Fast Path to Poverty?», 13 de agosto de 2003, disponible en la web del Center for Economic Policy Research. Véase especialmente la figura 1 sobre «El coste real de la propiedad y el alquiler».

de 5,5 billones de dólares o del 44 por 100, la propiedad residencial en manos de las familias pasó de valer 10,4 billones de dólares a 13,9 billones, con un incremento de 3,6 billones de dólares o del 35 por 100, recuperando así su antiguo lugar como principal riqueza de las familias.

A raíz de esa enorme revaluación nominal de sus viviendas, las familias pudieron obtener fondos espectacularmente acrecidos vendiendo sus casas a precios que sobrepasaban su deuda hipotecaria, refinanciando sus hipotecas o solicitando créditos con la garantía de la diferencia entre el valor de mercado de su vivienda y la deuda hipotecaria pendiente, con formidables consecuencias para el aumento del consumo y del PIB. Entre 1990 y 1997, el efectivo obtenido así por las familias estuvo en torno a los 150.000 millones de dólares anuales, pero, cuando comenzó a inflarse la burbuja inmobiliaria en los tres últimos años de la década, esa cifra se duplicó, llegando a los 300.000 millones de dólares anuales en 1998, 1999 y 2000. En 2001, 2002 y el primer semestre de 2003, las ventas de viviendas alcanzaron nuevos récords de 6,2, 6,6 y 7 billones (anualizados) de dólares. Lo mismo sucedió con la refinanciación de las hipotecas, con 1,2, 1,6 y 3 billones de dólares respectivamente. Dado este entorno, en esos mismos tres años, el dinero en efectivo obtenido mediante el endeudamiento garantizado por las hipotecas alcanzó los niveles sin parangón de 420, 600 y 716.000 millones de dólares respectivamente<sup>18</sup>.

FIGURA 3. *Riqueza de los hogares-Valores mobiliarios frente a inmobiliarios en billones de dólares*



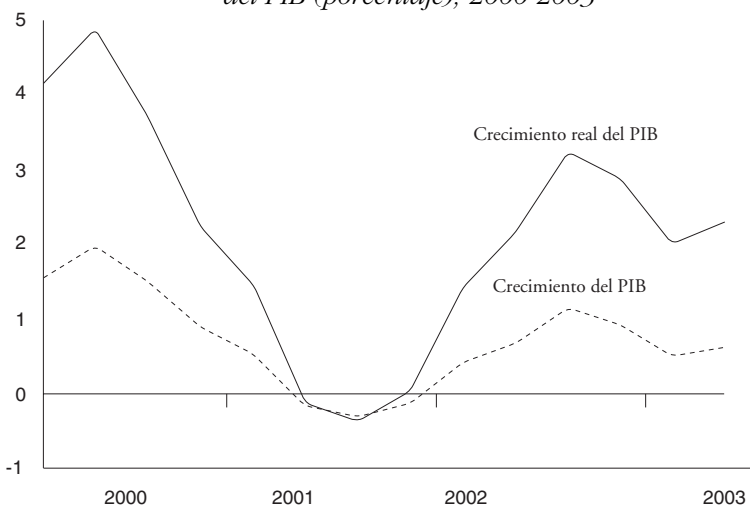
Fuente: Flow of Fund Table B100, <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/z1r-5.pdf>.

<sup>18</sup> Las series temporales de la refinanciación de hipotecas y el efectivo obtenido a partir de ellas han sido elaboradas por Mark Zandi, jefe economista de Economy.com, a quien agradezco su generosidad al permitirme disponer de sus datos.

En 2001, 2002 y el primer semestre de 2003, la obtención de efectivo relacionado de un modo u otro con las hipotecas alcanzó en Estados Unidos los sorprendentes niveles del 5 por 100, 7,7 por 100 y 9 por 100 de la renta personal disponible, desempeñando un gran papel en el mantenimiento del gasto en consumo, cuando éste amenazaba estancarse. Según la Reserva Federal, las familias han utilizado aproximadamente la mitad del dinero así obtenido para financiar crecientes gastos en consumo, desde la mejora de sus viviendas a la compra de vehículos, vacaciones, educación, gastos médicos y, en el caso de las familias menos acomodadas, incluso las compras habituales. Cerca de otra tercera parte, en cambio, se ha utilizado para pagar deudas contraídas con tarjetas de crédito y otras compras a plazos, liberando así parte de los ingresos para mayor consumo. El resto del dinero ha servido para financiar otras inversiones, normalmente activos inmobiliarios, tendiendo a elevar la demanda en el mercado de la vivienda, los precios, y con ellos el patrimonio neto de las familias<sup>19</sup>.

Desde finales de 2000, el dinero obtenido mediante la refinanciación de las hipotecas ha supuesto por sí mismo al menos el 20 por 100 del crecimiento total del PIB. Si se tiene en cuenta también el dinero obtenido mediante ventas de viviendas y segundas hipotecas, así como el gasto en inversión residencial y la compra de muebles y otros artículos para el hogar, los mercados de la vivienda y de las hipotecas han supuesto en total más de dos terceras partes del aumento del PIB entre 2000 y el primer semestre de 2003, lo que significa que de no haberse producido esas aportaciones el crecimiento anual medio del PIB durante ese periodo

FIGURA 4. *Contribución trimestral de la vivienda al crecimiento del PIB (porcentaje), 2000-2003*



Cambio personal con respecto al mismo trimestre del año anterior.  
Fuente: Economy.com, <http://www.economy.com/default.asp>

<sup>19</sup> Mark ZANDI, «Housing's Virtuous Cycle», *Regional Financial Review* (agosto de 2003), p. 13.

habría sido sólo del 0,6 por 100, en lugar del 1,7 por 100 que se ha alcanzado realmente<sup>20</sup>.

Pero lo más probable es que esta disponibilidad de dinero a esa escala disminuya significativamente en un futuro próximo, porque la inflación de los precios inmobiliarios perderá seguramente velocidad, mientras que los tipos de interés –próximos ahora al mínimo de posguerra– probablemente tenderán a subir más que a bajar, dejando menos margen para obtener liquidez. También es probable que disminuya la propensión de los propietarios de viviendas a contraer nuevas deudas, ya que a mediados de 2003 la diferencia entre el valor de mercado de la vivienda familiar y las deudas que pesaban sobre ella se había reducido a un mínimo desde la Segunda Guerra Mundial del 54 por 100 del primero, un 60 por 100 por debajo del nivel de hace una década, mientras que sus deudas como porcentaje de los ingresos familiares ha alcanzado un nivel récord del 110 por 100, frente al 90 por 100 en un momento tan reciente como 1995<sup>21</sup>. Pero si disminuyen los créditos solicitados por las familias es muy probable que se vea duramente golpeado el aumento de los gastos en consumo, que ha sido hasta ahora la clave de la bonanza económica. Como dijo prudentemente Greenspan: «El frenético ritmo de obtención de efectivo con la garantía de la vivienda durante el año pasado [2002] es probable que se relaje apreciablemente en 2003, disminuyendo notablemente el respaldo a las compras de bienes y servicios»<sup>22</sup>.

### *La burbuja del dólar y el déficit por cuenta corriente*

Al estimular el gasto en consumo, especialmente por medio de la burbuja inmobiliaria basada en el endeudamiento, el régimen de crédito barato de la Reserva Federal ha permitido a Estados Unidos seguir aumentando sus importaciones entre 2000 y mediados de 2003, a pesar de la disminución de sus exportaciones debida a la disminución del poder de compra de la mayor parte del resto del mundo. Esto ha conllevado una prolongación y profundización del modelo de desarrollo económico internacional que se remonta a la primera mitad de la década de los ochenta, en el que el aumento de las importaciones industriales estadounidenses y el déficit comercial amplían el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos así como sus deudas con el extranjero, y alientan el crecimiento basado en las exportaciones de gran parte del resto del mundo, sobre todo Asia oriental.

---

<sup>20</sup> Esos resultados están basados en simulaciones utilizando el modelo macroeconómico de Economy.com. Véase M. Zandi, «Housing's Virtuous Cycle», cit., p. 14 y nota 3, especialmente cuadro 3; y también HOMEOWNERSHIP ALLIANCE, «The Economic Contribution of the Mortgage Refinancing Boom», diciembre de 2002, pp. 1-5 y HOMEOWNERSHIP ALLIANCE, «Mortgage Refinancing Accounts for 20 Percent of Real Economic Growth Since 2001», nota de prensa, 17 de diciembre de 2002 (ambos disponibles en [www.homeownershipalliance.com](http://www.homeownershipalliance.com)).

<sup>21</sup> James COOPER y Kathleen MADIGAN, «The Skittish Bond Market Won't Shake Housing-For Now», *Business Week* (14 de julio de 2003).

<sup>22</sup> «The Home Mortgage Market», discurso de Alan Greenspan, 4 de marzo de 2003, sitio web del Federal Reserve Board.



Este modelo de comportamiento se inauguró en 1979-1980 con el abandono internacional de la expansión keynesiana en favor de una contracción monetarista como forma de combatir la reducida rentabilidad que seguía bloqueando las economías capitalistas avanzadas, especialmente en el sector industrial. El subsiguiente aumento de los tipos de interés, el menor aumento del gasto social y la contención salarial alentaron la reconversión de los medios de producción superfluos de elevado coste y bajos beneficios, contribuyendo así a recuperar la rentabilidad en todo el sistema. Pero esas mismas fuerzas también provocaron una brusca disminución del crecimiento del gasto público y en consumo, lo que combinado con un menor aumento de la inversión recortó la demanda global, inhibiendo el aumento de rentabilidad y agravando la desaceleración. Dado el estancamiento de los mercados domésticos y los nuevos controles sobre el gasto financiado mediante el déficit público resultantes de la desregulación financiera, el crecimiento en la mayor parte del mundo capitalista avanzado se hizo cada vez más dependiente del aumento de las exportaciones industriales, lo que exacerbó la tendencia subyacente al exceso de capacidad en la industria internacional que por sí mismo habría llevado más pronto o más tarde al agarrotamiento de la economía mundial.

Con ese trasfondo de estancamiento sistémico, el impetuoso aumento de la deuda estadounidense, combinado con el alza del dólar, se convirtió en el principal motor de la economía mundial. Dicho simplemente, desde comienzos de la década de los ochenta el sistema ha seguido avanzando mediante la ampliación del déficit por cuenta corriente estadounidense, lo que ha conducido a la acumulación de un pasivo cada vez mayor de Estados Unidos con el resto del mundo, por un lado, y al aumento del exceso de capacidad en el sector industrial internacional, por otro. Hasta 1979-1980 Estados Unidos gozaba de un superávit comercial en el sector industrial, y dejando a un lado las importaciones de combustible, de un superávit comercial general. Pero a partir de 1981 se dispararon los tipos de interés estadounidenses y el dólar, y el déficit estadounidense, tanto federal como privado, alcanzó nuevos récords cada año. Como consecuencia, el sector industrial estadounidense sufrió la peor crisis desde la Segunda Guerra Mundial. En 1987, con las exportaciones estancadas y las importaciones creciendo notablemente, la balanza comercial industrial había alcanzado un déficit récord de 120.000 millones de dólares y el déficit por cuenta corriente, un nivel sin precedentes del 3,4 por 100 del PIB. Como reverso de la misma moneda, el aumento de las importaciones industriales estadounidenses sirvió para sacar a la economía mundial de la profunda recesión de comienzos de la década de los ochenta y respaldar una nuevo ascenso cíclico.

La indispensable necesidad del endeudamiento estadounidense y de la revaluación de su moneda para el dinamismo económico de la economía global se demostró sin paliativos a partir de la segunda mitad de la década de los ochenta. Cuando el dólar comenzó a caer a partir de 1985, cuando las solicitudes privadas de crédito se vinieron abajo temporalmente con la recesión

de 1990-1991, y cuando el déficit público estadounidense comenzó a disminuir a partir de 1993, el déficit comercial del sector industrial estadounidense cayó hasta 57.000 millones de dólares (como promedio) en 1992-1993 y se eliminó temporalmente el déficit por cuenta corriente. De ello se derivó que durante la primera mitad de la década de los noventa las demás economías capitalistas avanzadas sufrieran su peor comportamiento desde la Segunda Guerra Mundial (dejando a un lado los «nuevos países industrializados» de Asia oriental cuyas monedas estaban vinculadas a un dólar a la baja).

Entre mediados de la década de los noventa y el fin de siglo se produjo otro cambio. El asombroso aumento del endeudamiento empresarial y familiar derivado de la burbuja bursátil, en combinación con un nuevo despegue del dólar, asumió ahora el papel que antes había desempeñado el déficit público para subvencionar la demanda requerida para impulsar no sólo la economía estadounidense, sino la mundial, suscitando una auténtica marea de importaciones desde Estados Unidos; éstas crecieron desde 480.000 millones de dólares en 1993 hasta 1 billón de dólares en 2000, duplicándose en siete años, mientras que en relación con la producción industrial aumentaban un 50 por 100. El déficit comercial industrial, de 145.000 millones de dólares en 1995, alcanzó los 271.000 millones en 1999 y 369.000 millones de dólares en 2002, lo que significaba por sí solo algo así como el 60 por 100 del gigantesco incremento del déficit por cuenta corriente estadounidense registrado entre 1995 y 2002 y tres cuartas partes de su magnitud total absoluta en 2002.

En la segunda mitad de la década de los noventa el propio déficit por cuenta corriente estadounidense cuadruplicó su volumen y se triplicó como porcentaje del PIB, estableciendo nuevos récords casi cada año. Entre 2000 y mediados de 2003 aumentó otro 20 por 100 hasta llegar a 544.000 millones de dólares, cinco veces su nivel de 1995. Con ello exacerbó profundamente las dificultades del sector industrial estadounidense y proporcionó un indispensable estímulo para el resto de la economía mundial, sacando a Europa y Japón de su estancamiento a partir de 1995, salvando a gran parte de Asia oriental (y del resto del mundo) del casi colapso de 1997-1998, rescatando a América Latina de las profundas crisis sufridas en 1994-1995 y de nuevo en 1998-1999, y finalmente evitando una depresión global desde 2001 hasta el momento actual.

Ese aumento del déficit por cuenta corriente estadounidense ha precisado, por supuesto, la aquiescencia del resto del mundo a cargar con crecientes deudas y activos estadounidenses, financiando de hecho el aumento del consumo en Estados Unidos para que pudieran seguir creciendo su propia producción industrial y sus exportaciones. Durante la expansión y la burbuja de la segunda mitad de la década de los noventa los inversores extranjeros se mostraron más que dispuestos a financiar el actual déficit por cuenta corriente estadounidense. Confiando en grandes beneficios empresariales y en la inacabable apreciación de sus títulos, hicieron enormes inversiones directas en Estados Unidos y compraron gigantescas cantidades de accio-

nes y obligaciones empresariales, contribuyendo así a un alza cada vez mayor del dólar, cuya burbuja acompañó y fue en gran medida consecuencia de la burbuja bursátil. Entre 1995 y 2000, al tiempo que se multiplicaba su déficit por cuenta corriente, el total de activos brutos estadounidenses en posesión del resto del mundo aumentó de 3,4 billones a 6,4 billones de dólares, esto es, el 75 por 100 del PIB estadounidense<sup>23</sup>. Pero cuando la economía estadounidense perdió velocidad y los mercados bursátiles se vinieron abajo desde mediados de 2000, los inversores privados del resto del mundo encontraron cada vez menos atractivos los títulos estadounidenses. La compra de bonos empresariales y del Tesoro, así como la de bonos vendidos por agencias estadounidenses como Fannie Mae y Freddy Mac, siguió creciendo considerablemente, pero tanto la compra de títulos de renta variable como la inversión directa extranjera cayeron bruscamente: la primera desde una media de 153.000 millones de dólares en 1999 y 2000 a 65.000 millones de dólares anuales desde 2001 hasta el primer semestre 2003, y la última de 306 a 86.000 millones de dólares anuales durante el mismo periodo. Los europeos, en particular, huyeron de los activos estadounidenses. Las compras de la eurozona, que alcanzaron un máximo de 115.600 millones de dólares en el periodo de 12 meses concluido en octubre de 2000, se hundieron hasta sólo 4.900 millones desde abril de 2002 hasta abril de 2003. Esto ha creado inevitables presiones a la baja sobre el dólar, intensificadas por el nivel más alto de los tipos de interés en Europa. Entre comienzos de 2001 y mediados de 2003 el dólar ha caído un 37 por 100 con respecto al euro y un 27 por 100 en los 12 meses transcurridos desde junio de 2002 hasta junio de 2003<sup>24</sup>.

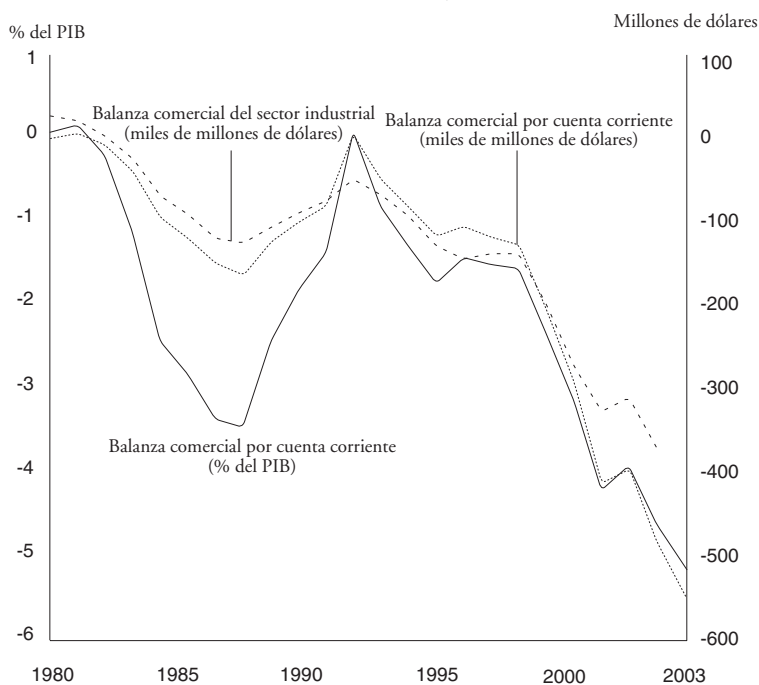
El declive del dólar frente al euro contribuirá, si no hay otro factor que lo impida, a facilitar las exportaciones estadounidenses y a dificultar sus importaciones. Pero en la situación actual puede que eso no suponga una gran mejora en los déficit comercial y por cuenta corriente estadounidenses, y amenaza perjudicar las economías europeas. Una recesión en la Unión Europea reduciría la demanda de artículos estadounidenses, neutralizando gran parte de la ventaja que esperan obtener los exportadores estadounidenses de la caída del dólar. Entre 2001 y el primer semestre de 2003 el déficit comercial estadounidense con Europa se incrementó de hecho en más de un 25 por 100, de 34.300 a 43.400 millones de dólares. Si el dólar siguiera cayendo como respuesta a esa brecha cada vez mayor, la Reserva Federal se podría ver ante una opción angustiada: dejar caer la moneda con el riesgo de una liquidación generalizada de las propiedades estadounidenses en manos de inversores extranjeros –lo que causaría estragos en los mercados de activos y provocaría quizás un serio asalto contra el dólar– o elevar los tipos de interés corriendo el riesgo de empujar de nuevo a la economía doméstica a la recesión.

---

<sup>23</sup> Véase R. Brenner, *La expansión económica y la burbuja bursátil*, cit., pp. 219-220 y cuadro 8.1.

<sup>24</sup> Gertrude CHAVEZ, «Weak capital influx seen choking dollar rally», *Reuters Online* (14 de julio de 2003). Agradezco a Doug Henwood y la lista de la LBO esta referencia.

FIGURA 5. *Balanza comercial industrial y por cuenta corriente, 1980-2003*



Fuente: Table 3, US Aggregate Foreign Trade Data, ITA website <http://www.ita.doc.gov/>; US INTERNATIONAL TRANSACTIONS, Bureau of Economic Analysis, <http://www.bea.doc.gov/bea/di/home/bop.htm>.

### *La actitud de Asia oriental*

De hecho, hasta el momento la caída del tipo de cambio del dólar ponderado por el comercio se ha limitado a un 11 por 100, poco más o menos, ya que se ha producido casi totalmente frente al euro y sólo en pequeña medida frente a las monedas de Asia oriental, pese a que esa región ha cargado con una parte desproporcionada de los déficit comercial y por cuenta corriente estadounidenses, que han aumentado hasta más de 100.000 millones de dólares anuales con Japón y con China. La razón por la que el dólar se ha mantenido frente a las monedas de Asia oriental es que los gobiernos de esa región (incluidos Hong Kong y Corea del Sur) han mantenido durante mucho tiempo una política de reciclar sus superávit por cuenta corriente en activos denominados en dólares para evitar el alza de sus propias monedas. Hoy día Asia oriental cuenta con una reserva de 1,6 billones de dólares, el 70 por 100 del total mundial, frente a sólo el 30 por 100 en 1990. Cuando la economía estadounidense se ralentizó y su déficit por cuenta corriente se amplió aún más, China, Japón, Corea del Sur y Hong Kong se lanzaron a los mercados monetarios como nunca antes, incrementando su propiedad conjunta de bonos del Tesoro estadounidense de 512.000 a 696.000 millones de dólares en el breve periodo

comprendido entre diciembre de 2001 y junio de 2003. De hecho, en los 10 primeros meses de 2003, Japón y China por sí solas cubrían un 55 por 100 aproximadamente del déficit por cuenta corriente estadounidense, esto es, 150.000 y 100.000 millones de dólares respectivamente<sup>25</sup>.

Evidentemente, los gobiernos de Asia oriental no han seguido esta trayectoria por razones altruistas, sino para mantener el rápido crecimiento de las exportaciones industriales de sus propios países a Estados Unidos. Sin embargo, al cerrar la creciente brecha financiera que de otro modo se habría producido debido a la creciente disparidad entre exportaciones e importaciones estadounidenses, los gobiernos de Asia oriental han conseguido nada menos que estabilizar la economía de Estados Unidos. De no ser por sus compras, la política hiperexpansionista impulsada por la Reserva Federal y el gobierno de Bush habría tenido como consecuencia, casi con seguridad, una importante caída del dólar que habría conducido a una deflación de precios y a una elevación de los tipos de interés, hundiendo a Estados Unidos, Asia y el resto del mundo en la recesión. Pero también es difícil imaginar cómo se puede mantener durante mucho tiempo esta simbiosis.

Incluso si los gobiernos de Asia oriental pudieran y estuvieran dispuestos a seguir comprando activos denominados en dólares para mantener baratas sus propias monedas –y subvencionar así las exportaciones de sus productores industriales–, este proceso no puede tener una vida muy larga, ya que su resultado sería frenar las exportaciones estadounidenses y aumentar sus importaciones, elevando aún más el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos e impulsando inversiones aún mayores de Asia oriental en activos financieros estadounidenses, con ominosas amenazas para la economía estadounidense y global. Por un lado, el aflujo de fondos de Asia oriental a los mercados financieros estadounidenses, al rebajar el coste del endeudamiento, tendería, directa o indirectamente, a inflar las actuales burbujas en los mercados de títulos y de la propiedad inmobiliaria; por otro lado, el aumento de las exportaciones de Asia oriental –impulsado tanto por el tipo de cambio del dólar como por la demanda estadounidense subvencionada por el gobierno– iría socavando la industria estadounidense, al tiempo que exacerbaría el exceso de capacidad industrial a escala global. Se trata, por supuesto, del mismo síndrome –aumento del precio de los activos y sobreproducción industrial– que amenazó la economía mundial y su componente estadounidense durante la expansión envuelta en la burbuja y la desaceleración que la siguió. Es una vía suicida, en la que el inexorable aumento de las obligaciones estadounidenses hacia el resto del mundo permite que otras economías crezcan mediante exportaciones que socavan la potencia productiva estadounidense y, por lo tanto, la capacidad de Esta-

---

<sup>25</sup> David HALE, «The Manchurian Candidate», *Financial Times* (29 de agosto de 2003); Christopher Swann, «Weak renminbi is both boon and bane for the us», *Financial Times* (26-27 de julio de 2003); Jennifer HUGHES, «Asia's currency manipulation comes under scrutiny», *Financial Times* (24 de noviembre de 2003).

dos Unidos para satisfacer esas obligaciones, un proceso que ya ha llevado al hundimiento de la bolsa y a una recesión.

## V. ¿UNA BASE PARA LA EXPANSIÓN?

Entre mediados de 2000 y mediados de 2003, para mantener en marcha la economía al tiempo que se deshacía de capacidad excedentaria y se comenzaba de nuevo a invertir y crear empleo, las autoridades económicas aplicaron el mayor estímulo macroeconómico de la historia de Estados Unidos. La Reserva Federal rebajó su tipo a corto plazo del 6,5 por 100 al mínimo desde 1958 del 1 por 100 (incluidas las reducciones de noviembre de 2002 y junio de 2003). Al mismo tiempo el presupuesto federal pasó de un superávit del 1,4 por 100 del PIB a un déficit proyectado del 4,5 por 100, o sea 450.000 millones de dólares. Durante ese mismo intervalo, el valor del dólar ponderado por el comercio cayó más del 10 por 100. Sin embargo, pese a ese impulso descomunal, la economía apenas se movió. Durante el primer semestre de 2003 los gastos reales (anualizados) en instalaciones, equipo y *software* siguieron sin crecer; el crecimiento anual del PIB, del 2,35 por 100, cayó un poco por debajo del de 2002, y habría alcanzado un tercer mínimo, del 1,5 por 100, de no haber sido por el enorme e insostenible empujón del gasto militar en Iraq, responsable de más de la mitad del crecimiento (anualizado) de la economía, del 3,3 por 100, en el segundo trimestre. Entretanto, el desempleo se elevó hasta el 6,2 por 100 –por encima del 8 por 100 si se incluyen quienes han renunciado a seguir buscando trabajo– y siguieron desapareciendo empleos a una velocidad alarmante. En julio de 2003 la economía no agropecuaria perdió 57.000 puestos de trabajo, tras otros 83.000 y 76.000, respectivamente, en junio y mayo, de forma que los empleos no agropecuarios cayeron en 358.000 por debajo de su nivel de julio de 2002. La disparidad entre estímulo y respuesta podría tomarse como expresión directa de la debilidad subyacente de la economía y de sus problemas todavía no resueltos de exceso de capacidad y fragilidad financiera de las empresas.

En el otoño de 2003, no obstante, la economía ha empezado a acelerarse. El aumento del PIB ha alcanzado una tasa anualizada del 8,2 por 100, lo que supone el mayor aumento trimestral desde 1984. Igualmente significativo es el aumento del empleo, que ha crecido en más de 100.000 puestos mensuales en septiembre y octubre. Para redondear el panorama, la inversión no residencial ha alcanzado una tasa anual de aumento del 14 por 100, la más alta desde comienzos de 2000. La economía parece por fin haber despegado.

### *La aceleración actual*

Retrospectivamente puede resultar que el tercer trimestre de 2003 haya representado el inicio de una expansión cíclica sostenida. Pero pese a las

espectaculares cifras mencionadas, no está claro que el avance económico estadounidense en ese tercer trimestre haya eliminado realmente su dependencia de las burbujas, la deuda y el consumo. Una vez más, el gasto de consumo personal, que creció a una espectacular tasa del 6,4 por 100 –incluido un colosal incremento del 26,9 por 100 en bienes duraderos– es el dato decisivo de la expansión. Junto con el aumento de la inversión residencial, suponía el 75 por 100 del incremento total del PIB. ¿Qué es lo que impulsaba ese aumento del consumo personal? No, evidentemente, las retribuciones reales por hora (excluyendo los autoempleados), que de hecho cayeron durante ese trimestre el 0,2 por 100 en el conjunto de la economía, con la consecuencia de que las retribuciones totales reales anualizadas para los tres primeros trimestres de 2003 cayeron ligeramente comparada con 2002. Lo que metió dinero en los bolsillos de los consumidores fue, sobre todo, la (re)financiación de las hipotecas. Durante el primer semestre de 2003 se elevó hasta cerca del 7 por 100 del PIB, y seguramente ha desempeñado un papel decisivo en la euforia derrochadora durante el tercer trimestre. Las rebajas de impuestos del gobierno de Bush en 2003 también han sido incuestionablemente decisivas, metiendo en los bolsillos de la gente en el tercer trimestre cerca de 25.000 millones de dólares, lo que equivale, sobre una base anualizada, a 100.000 millones de dólares. Mientras que la renta personal antes de impuestos creció el 1 por 100 durante ese trimestre, la renta después de impuestos creció un pasmoso 7,2 por 100<sup>26</sup>.

¿Qué se puede decir de la inversión, que es en último término la variable decisiva? El aumento del 14 por 100 es por sí mismo impresionante, y junto al del trimestre anterior del 7 por 100, podría ser un buen augurio para el futuro. Sin embargo, buena parte de este incremento se debe con seguridad a la ley fiscal de 2003, que permite a las empresas acelerar las amortizaciones, pero sólo si lo hacen antes de finales de 2004. En cualquier caso, la inversión en capital fijo no residencial (anualizada) en el tercer trimestre fue sólo un 4,1 por 100 más alta que en 2002 y el 1,8 y el 6,9 por 100 más baja que en 2001 y 2000, respectivamente, de forma que todavía no hay pruebas de una auténtica expansión en la acumulación de capital. El notable incremento del empleo durante el tercer trimestre, tras tres años de continuo declive, es incuestionablemente la señal más prometedora para la economía, y quizás apunta a un cambio de tendencia, pero es todavía insuficiente para compensar el número de los que salen del mercado de trabajo y reducir así el desempleo, o para que represente un incremento signi-

---

<sup>26</sup> «Prácticamente todo el nuevo consumo durante el [tercer] trimestre se financió mediante devolución de impuestos, refinanciación de las hipotecas o créditos»: Peter GOSSELIN, «US Economy Expands at its Fastest Pace Since 1984», *Los Angeles Times* (31 de octubre de 2003). Que los gastos de consumo personal cayeran en septiembre parece indicar que las familias habían gastado gran parte de sus rebajas de impuestos. A mediados de noviembre Wal-Mart advertía sobre la fuerza de la recuperación en el gasto de consumo estadounidense, diciendo que sus clientes se mostraban cautos, se inclinaban por los artículos más baratos y disponían de poco dinero para ahorrar. Neil BUCKLEY, «Wal-Mart Warns of Cautious Shoppers», *Financial Times* (14 de noviembre de 2003).

ficativo de las retribuciones totales reales que haga crecer la demanda. Es evidente que todavía queda un largo camino para dejar atrás la peor recuperación cíclica del empleo desde la Segunda Guerra Mundial. En los 23 meses que han pasado desde el final oficial de la recesión en noviembre de 2001, el sector privado perdió otros 919.000 puestos de trabajo, y prácticamente todos los sectores sufrieron importantes pérdidas. De no ser por el aumento de 753.000 empleos en los servicios de educación y sanidad, la pérdida de empleo en ese periodo de supuesta recuperación habría superado con mucho el millón y medio. En el momento análogo de la «recuperación sin aumento del empleo» tras el agujero de marzo de la recesión de 1990-1991, esto es, en enero y febrero de 1993, la economía estaba creando 277.000 puestos de trabajo por mes, más del doble de los 125.000 mensuales de septiembre-octubre de 2003.

### *¿Un aumento sostenible de la rentabilidad?*

La condición necesaria, aunque no suficiente, para que se produzcan gastos significativamente mayores y sostenidos en instalaciones y equipo y nuevas contrataciones es, por supuesto, un aumento considerable y duradero de la rentabilidad, el factor crítico ausente durante la expansión de la década de los noventa. Hasta el momento ha crecido muy sustancialmente desde su mínimo, mucho más rápidamente que tras la recesión de 1990-1991. La tasa de beneficio de las empresas no financieras durante los tres primeros trimestres de 2003 alcanzó un nivel un 21 por 100 superior al de 2001, esto es, tan sólo un 10 por 100 menor que el máximo de 1997, situándose en torno al nivel medio de rentabilidad durante todo el ciclo económico de la década de los noventa. Esto es algo que merece ser tenido en cuenta, pero también hay que recordar, no obstante, que la tasa de beneficio medio del ciclo de la década de los noventa no estuvo muy por encima de los niveles de las décadas de los setenta y ochenta, permaneciendo alrededor del 20 por 100 por debajo de los niveles de la expansión de posguerra, y que fue insuficiente para propiciar una auténtica superación del largo declive. Para que la economía entre en una nueva expansión con incrementos duraderos de la inversión y el empleo, el impresionante aumento de rentabilidad iniciado a mediados de la década de los ochenta, que se detuvo, no obstante, un decenio después, debería reiniciar su ascenso desde el punto máximo alcanzado entonces y superarlo con creces<sup>27</sup>. La doble pregunta que se impone, es pues, si la actual recuperación de la tasa de beneficio, hasta el momento dinámica, puede mantenerse y proporcionar la base para un aumento sostenido de la inversión y el empleo, dado que hasta este momento se debe más

---

<sup>27</sup> Una duda importante acerca del aumento de los beneficios registrados es hasta qué punto tiene en cuenta los pasivos en concepto de pensiones de las empresas. A finales de 2002, según Susan Schmidt Bies, gobernadora de la Reserva Federal, el 90 por 100 de los planes de pensiones de las empresas incluidas en el índice S&P 500 estaban insuficientemente financiados, pudiéndose estimar el déficit en 200.000 millones de dólares; véase James COOPER y Kathleen MADIGAN, «A Jobs Recovery, Yes. A Hiring Boom, No», *Business Week* (20 de octubre de 2002).



que a otra cosa a una mayor explotación de la fuerza de trabajo estadounidense, que es la más vulnerable de todo el mundo capitalista avanzado.

Con el aumento de la producción estancado hasta muy recientemente, el incremento de la rentabilidad se ha debido ante todo a una ampliación de la brecha entre lo que los trabajadores producen por hora y lo que se les paga por hora. El crecimiento medio de la producción por hora ha sido impresionante  $-5,4$  por 100 en 2002 y  $4,35$  por 100 en el primer semestre de 2003 (5 por 100 para los tres primeros trimestres de 2003 en la economía no financiera), tras un aumento del 2 por 100 en 2001— mientras que los salarios reales por hora crecieron en esos mismos intervalos sólo el 1,9 por 100 y el 0,9 por 100 respectivamente, tras un aumento del 0,3 por 100 en 2001. Algunos importantes analistas ya han afirmado que el milagro del aumento de productividad, que no llegó a materializarse del todo en la década de los noventa —aunque la producción por hora sí se aceleró palpablemente—, se está produciendo ahora. Dicho de otra forma, se ha abierto una vía para la recuperación de la rentabilidad.

Pero tal deducción es prematura, como poco. Su talón de Aquiles es obvio: hasta ahora el aumento de la producción por hora ha ido acompañado por un *declive* palpable del aumento de la inversión, esto es, una introducción más lenta de más y mejores instalaciones, equipos y *software*. Entre 1995 y 2000 el *stock* de capital del sector empresarial no financiero creció a una tasa media anual del 3,9 por 100, pero los avances técnicos introducidos sólo proporcionaron un aumento anual de la producción por hora del 2,6 por 100. ¿Es realmente creíble que, pese a una reducción de más del 50 por 100 en la tasa de crecimiento del *stock* de capital en 2001, 2000 y el primer semestre de 2003 —hasta el 1,8 por 100—, los avances tecnológicos introducidos ahora propicien repentinamente un aumento de productividad casi dos veces mayor? La explicación alternativa, más plausible, es que el aumento de productividad registrado represente no tanto un aumento de eficiencia —esto es, más producción por la misma cantidad de trabajo— como una mayor cantidad de trabajo por hora, esto es, aceleración y sobre-tensión. Esa intensificación del trabajo no sólo proporciona mayores beneficios, sino también —muy significativamente— mayores tasas de beneficio, ya que los beneficios adicionales se obtienen sin necesidad de aumentar el *stock* de capital. De hecho, durante 2002 y el primer semestre de 2003 el *stock* de capital de las empresas no financieras (en términos nominales) apenas aumentó, lo que significa que prácticamente todo el aumento de rentabilidad en ese periodo se obtuvo libre de cargas en cuanto a nuevas instalaciones y equipo.

### *Empleo e inversión*

Lo que parece haber sucedido es que, a fin de recortar costes, las empresas han reducido notablemente el empleo —un 2,1 por 100 anual entre 2000 y el primer semestre de 2003 en las empresas no financieras—, deshacién-

dose de su fuerza de trabajo menos productiva y elevando así la productividad media de los trabajadores que conservaban. A raíz de esos recortes de empleo los patronos consiguieron el resto de los aumentos de producción por hora registrados obligando a los trabajadores que quedaban a intensificar su trabajo. Parece sintomático que el mayor aumento sectorial de productividad en 2002 –de un 6,4 por 100– se registrara en el sector industrial, donde la producción disminuyó de hecho un 1,1 por 100 y donde la reducción de la fuerza de trabajo fue mayor: un 7 por 100 medida en horas. Como concluye secamente *Business Week*: «Tras varios arranques falsos, muchos dirigentes empresariales se muestran cautos, especialmente en lo que se refiere a nuevas contrataciones. Hasta ahora, las empresas han podido satisfacer su cuenta de pedidos haciendo trabajar más duro a sus empleados»<sup>28</sup>.

Sin embargo, es un interrogante real hasta qué punto pueden mejorar las empresas sus beneficios extrayendo de sus empleados todavía más trabajo por hora o por día. Y una vez que las empresas comiencen a pagar por sus aumentos de productividad y los consiguientes beneficios mejorando su *stock* de capital (instalaciones, equipo y *software*) –en lugar de obtenerlos sin cargas mediante la intensificación del trabajo–, los aumentos de la tasa de beneficio serán más difíciles de conseguir. Además, los despidos, la aceleración del ritmo de trabajo y los menores aumentos salariales es algo que sólo puede ampliar el recorte de la demanda agregada que ha venido presionando a la baja a la economía estadounidense, desalentando la inversión. Durante los veintidós meses posteriores a la conclusión formal de las seis recesiones anteriores, el empleo aumentó en promedio un 5 por 100 y las retribuciones totales un 9 por 100. Pero en el mismo periodo desde noviembre de 2001, fin de la última recesión, los empleos no agropecuarios se contrajeron alrededor del 1 por 100, sin que cambiara la compensación total real no agropecuaria.

El estancamiento de la demanda se está reproduciendo no sólo por la eliminación de puestos de trabajo y la renuencia a invertir, sino también por el débil ritmo de creación de nuevos empleos. A lo largo de 2002 se frenó palpablemente la pérdida de puestos de trabajo, pero también la creación de nuevos empleos. De hecho, el número de puestos de trabajo creados

---

<sup>28</sup> «Business Turns on the Tap», *Business Week* (17 de noviembre de 2003). Como respuesta a esa explicación de sentido común, se argumenta que los aumentos de productividad se habían visto bloqueados hasta ahora por la incapacidad para hacer un uso adecuado del equipo avanzado, pero que el «aprender haciendo» ha comenzado a fructificar, y que podemos esperar continuos aumentos que no se podrían asegurar meramente incorporando grandes dosis de nuevo capital (Robert GORDON, «America wins the prize with a supermarket sweep», *Financial Times* [20 de agosto de 2003]). Pero eso parece difícil de creer. Cabría esperar que el «aprender haciendo» se produjera gradual y continuamente. ¿Por qué entonces se han demorado durante casi un decenio los avances de este tipo y luego se han producido repentinamente y a grandes saltos? ¿Cómo podrían tales mejoras tecnológicas discontinuas haber permeado lo bastante la economía como para proporcionar esos enormes aumentos instantáneos de la productividad general?

en 2002 fue aún menor que en el año de recesión de 2001, cayendo a su nivel más bajo desde 1995<sup>29</sup>. En anteriores recesiones de posguerra, siempre asociadas a la contracción de la demanda derivada de la subida de los tipos de interés por la Reserva Federal, las empresas solían mantener lazos relativamente estrechos con sus antiguos empleados, esperando reincorporarlos cuando la demanda se recuperara al relajar de nuevo las autoridades monetarias las condiciones crediticias. Los despidos tendían así a ser «cíclicos», con rápida creación de empleo tras el fin de una recesión. En los seis últimos ciclos económicos, en el remonte que siguió al final de la recesión un 50 por 100 de la recuperación del empleo tuvo lugar en las mismas industrias donde había caído durante el declive cíclico, pero en la coyuntura actual se ha producido un notable alejamiento de ese modelo. Las industrias que perdieron empleos durante la recesión han seguido perdiéndolos en la recuperación, mientras que –como reverso de la moneda– un impresionante 70 por 100 de las nuevas contrataciones han sido «estructurales», en industrias distintas a aquellas en las que tuvieron lugar los despidos. Es claramente mucho más arriesgado crear de la nada nuevos empleos que renovar los antiguos<sup>30</sup>.

Ese modelo es, por supuesto, el que cabría esperar de una desaceleración derivada, como ésta, de una larga acumulación de exceso de capacidad industrial en todo el sistema, agravado por el efecto riqueza de la burbuja del precio de los activos desde 1995 hasta 2000. Durante la década de los noventa se crearon cada vez más empleos que no atendían a un auténtico aumento de la demanda salvo a muy corto plazo. A las industrias de alta tecnología, que suponían únicamente el 8 por 100 del PIB, les correspondió una tercera parte de su aumento total durante la segunda mitad de la década de los noventa. Gran parte de esa producción resultó ser superflua –invendible con beneficios–, lo que propició que en 2002 y 2003 se perdieran en el sector 750.000 empleos, esto es, el 12 por 100 del total a finales de 2001. Muchos de ellos no se recuperarán nunca, y de los que resurjan una parte significativa lo hará en el extranjero como consecuencia de la subcontratación. No sólo se están extendiendo como el fuego plataformas industriales con trabajo barato, especialmente en China, sino que gracias a la digitalización y la mejora en las comunicaciones también se están resituando cada vez más empleos de cuello blanco y en el sector servicios, sobre todo en la India. En consecuencia, en Estados Unidos habría que crear un conjunto totalmente nuevo de empleos<sup>31</sup>. Pero ¿habrá deman-

<sup>29</sup> David LEONHARDT, «Slowing Stream of New Jobs Helps to Explain Slump», *The New York Times* (1 de octubre de 2003). Desgraciadamente, sólo se dispone de datos sobre el incremento bruto y la eliminación bruta de empleos, a diferencia de la creación neta de empleos, para el periodo más reciente.

<sup>30</sup> Erica GROSHEN y Simon POTTER, «Has Structural Change Contributed to a Jobless Recovery?», Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 9, núm. 8 (agosto de 2003).

<sup>31</sup> Scott MORRISON, «750,000 US high-tech jobs lost in two years», *The Financial Times* (19 de noviembre de 2003). No se dispone de datos sobre el número de puestos de trabajo en las industrias de alta tecnología a finales de 2000.

da para ellos, dado que la creación de empleo es por sí misma un aspecto central de la creación de demanda? La economía afronta al parecer un importante problema de coordinación, una vez que las industrias de la «nueva economía» que se suponía que iban a servir de motor se mostraron incapaces para ello.

El enorme estímulo de la Reserva Federal puede haber exacerbado el problema, frenando la reconversión de las empresas de elevado coste y bajo beneficio mediante quiebras o fusiones. En el tercer trimestre de 2003, tras casi tres años de ralentización, la utilización de la capacidad industrial era del 72,9 por 100 (aunque en las industrias de alta tecnología está muy por debajo de esa cifra) y supone un porcentaje inferior al registrado en cualquier trimestre de 2001 ó 2002 y en cualquier otro trimestre desde la Segunda Guerra Mundial exceptuando 1982-1983 y 1975, lo que lastra obviamente cualquier proyecto de invertir en nuevas instalaciones, equipo o *software* o de contratar nuevos empleados.

## VI. CONCLUSIÓN

Durante los seis primeros meses de 2003 la economía todavía titubeaba. La evidente promesa de la Reserva Federal de mantener a raya el coste del endeudamiento hizo caer los tipos de interés a largo plazo hasta casi su nivel mínimo desde la Segunda Guerra Mundial, y los inversores en busca de rendimientos más altos se precipitaron hacia el mercado de bonos. Pero cuando la Reserva Federal anunció repentinamente –sin apenas tomar aliento tras una intensa campaña para evitar la caída de precios– que la perspectiva económica estaba mejorando, el hasta entonces decaído mercado de bonos invirtió su tendencia y los tipos a largo plazo se elevaron con una velocidad desconocida en muchos años. Durante el verano los precios de los bonos se estabilizaron, pero seguía latente la preocupación de que aquello pudiera ser sólo un comienzo y que los tipos de interés no sólo se corrigieran sino siguieran aumentando cuando un crecimiento más rápido trajera consigo precios más altos y mayor necesidad de crédito. En tal caso supondrían un grave riesgo para las cotizaciones bursátiles y los créditos hipotecarios, amenazando bloquear la recuperación.

Desafiando los sombríos pronósticos del mercado de bonos, el de los títulos de renta variable subió como la espuma durante la mayor parte de 2003. Entre su mínimo de febrero-marzo y octubre el índice S&P 500 mostró un notable aumento del 33 por 100, lo que ha contribuido a aumentar la confianza. Sin embargo, su PER se elevó hasta 35:1, muy cercano al máximo alcanzado durante la burbuja de finales de la década de los noventa. ¿Pueden subir mucho más las cotizaciones? Los directores ejecutivos han expresado sus dudas. En otoño de 2003 la relación entre las ventas de

---

<sup>32</sup> Steve GALBRAITH y Mary VIVIANO, «The Missing Piece», *Morgan Stanley US and the Americas Investment Research* (3 de noviembre de 2003).

acciones y las compras por las propias empresas alcanzó un récord histórico de 6:1<sup>32</sup>. Aunque el mercado de valores parece haber apreciado el reciente aumento de los beneficios empresariales, y nuevos aumentos podrían hacer que se elevaran aún más las cotizaciones, al mismo tiempo éstas parecen haberse vuelto cada vez más vulnerables a las perturbaciones, especialmente al aumento de los tipos de interés o a una caída del dólar, que provocarían una seria corrección.

El *boom* de la refinanciación de las hipotecas ha sido impulsado por una enorme caída de los tipos de interés y un aumento sin precedentes del precio de la vivienda; pero ambos procesos parecen haberse invertido. Junto con otros tipos a largo plazo, el interés de las hipotecas pegó un salto como reacción a la metedura de pata de la Reserva Federal el 25 de junio, y ha seguido aumentando desde entonces. En el segundo trimestre de 2003 (el último para el que tenemos datos), el precio de la vivienda subió un 0,78 por 100, lo que supone la menor tasa trimestral de revaluación desde 1996. En septiembre y octubre la refinanciación había caído palpablemente. De acuerdo con la Asociación de Banqueros Hipotecarios, cabe esperar que los créditos hipotecarios en Estados Unidos disminuyan de 3,3 billones de dólares en 2003 a 1,4 billones en 2004, si los tipos de interés suben del 5,8 por 100 al 6,2 por 100 (al 7 por 100 desaparecerían). Si esto sucede, el efectivo disponible a partir de esos créditos se desplomará, debilitando lo que probablemente ha venido siendo hasta ahora el motor principal del aumento del consumo y del PIB. El impacto sobre un sector financiero cuyos beneficios durante los últimos tres años han dependido tanto del mercado de la vivienda sería severo.

Durante los tres primeros trimestres de 2003 el déficit por cuenta corriente estadounidense siguió elevándose hasta nuevos récords, y se espera que alcance los 550.000 millones de dólares para todo el año, un 13 por 100 más que el máximo anterior alcanzado en 2002, que a su vez rompió el antiguo récord establecido en 2000. El déficit seguirá aumentando inexorablemente mientras el dólar siga sobrevalorado y la economía mundial siga dependiendo de estímulos macroeconómicos procedentes de Estados Unidos. En septiembre la balanza comercial estadounidense, incluso en artículos tecnológicos avanzados en los que se supone que Estados Unidos goza de mayor ventaja, ofrecía un déficit de 3.900 millones de dólares, con lo que la cantidad de financiación extranjera precisa para cubrirlo ha alcanzado también niveles sin precedentes. Estados Unidos tiene ahora que vender cada día al resto del mundo 1.500 millones de dólares de títulos para cubrir esa diferencia, el doble que en 1999, mientras que con la desaceleración económica y el colapso bursátil los títulos estadounidenses se han hecho mucho menos deseables. De hecho, desde finales de la primavera de 2003, el aflujo mensual neto de capital ha caído precipitadamente, de 110.400 millones de dólares en mayo a 90.600 millones en junio, 73.400 millones en julio, 49.900 millones en agosto y tan sólo 4.200 millones en septiembre, lo que ejerce una creciente presión sobre el dólar. En otoño, tras una breve recuperación impulsada

por el aumento de las cotizaciones y la aceleración de la economía, el dólar comenzó a caer frente al yen y luego frente al euro<sup>33</sup>.

### *El destino del dólar*

Entretanto, el gobierno de Bush, como respuesta a las protestas de los Estados industriales que pierden empleo con una velocidad devastadora y como preparación para las elecciones de 2004, ha comenzado a presionar a China –un objetivo fácil debido a su enorme superávit comercial con Estados Unidos– para que revalúe el yuan frente al dólar. En la reunión del G7 celebrada en septiembre en Dubai, Washington amplió su campaña tratando de que sus socios y rivales aceptaran una devaluación del dólar. En noviembre, tras haber impuesto tarifas aduaneras a las importaciones de acero desafiando las reglas de la OMC, impuso cuotas a las importaciones de ciertos artículos textiles procedentes de China. El objetivo, por supuesto, es descargar parte del exceso de capacidad industrial internacional sobre sus principales socios y rivales, a fin de acelerar la recuperación del empleo y la inversión en Estados Unidos.

Pero es difícil que estas iniciativas lleguen a materializarse. Ni una revaluación del yuan ni la imposición de tarifas aduaneras servirán para mejorar mucho el déficit comercial estadounidense o el empleo. El aumento de importaciones procedentes de China refleja una disminución paralela de las importaciones de los mismos artículos de bajo coste de otros países de Asia oriental (la proporción del conjunto de Asia en el mercado estadounidense incluso ha disminuido un poco). Por otra parte, las importaciones de productos de trabajo barato de la República Popular China incluyen sólo una pequeña parte de artículos producidos por las industrias estadounidenses que han experimentado las pérdidas de empleo más severas: ordenadores y equipo electrónico, maquinaria, productos metálicos y ropa. Además la disparidad de salarios entre China y Estados Unidos es tan grande que ni siquiera una revaluación del yuan del 30 por 100 ayudaría mucho a los productores estadounidenses. Al mismo tiempo, los minoristas estadounidenses disfrutaban de márgenes de beneficio tan enormes sobre las importaciones chinas que se estima que un billón de dólares de capitalización de mercado estaría en grave peligro sin ellas. Los niveles salariales son mucho más próximos en Japón y una revaluación del yen favorecería en un principio las exportaciones estadounidenses; pero como es probable que también perjudique la incipiente recuperación económica japonesa, muy dependiente de las exportaciones, probablemente no valdría la pena<sup>34</sup>.

---

<sup>33</sup> G. CHAVEZ, «Weak capital influx seen choking dollar rally»; Alan BEATTIE, «Greenback's fall may prove mixed blessing at home and abroad», *The Financial Times* (8 de octubre de 2003).

<sup>34</sup> Carolyn BAUM, «Bush Gets Double "D" in Handling China Bra Flap», *Bloomberg.com*, 20 de noviembre de 2003; «Currency Wars», *The Financial Times* (8 de septiembre de 2003).

La campaña del gobierno de Bush ha acelerado un proceso ya iniciado de declive del dólar. Aunque el mercado de valores estadounidense ha disfrutado de un saludable ascenso en términos de dólares, en términos de euros se ha mostrado mucho más débil, y peor aún en yenes. El debilitamiento de la demanda extranjera ha venido ejerciendo una presión creciente a la baja sobre el dólar, y el continuo, aunque lento, declive de los precios de los bonos estadounidenses ha operado en el mismo sentido. En ese contexto, la actitud cada vez más proteccionista de la Administración estadounidense se ha entendido como indicación de su creciente determinación de rebajar el dólar, cuyo tipo de cambio ha caído notablemente. En noviembre el euro alcanzó su cotización más alta frente al dólar, y el yen su nivel más alto en tres años.

Pero quizá lo más desestabilizador sea que tanto Japón como China parecen haber comenzado a reducir sus acostumbradas compras de bonos del Tesoro, dejando potencialmente al descubierto una porción creciente del déficit por cuenta corriente estadounidense. Japón ha accedido al parecer a los deseos de Estados Unidos, y aunque todavía ha intervenido en cierta medida en el mercado monetario, no ha impedido un alza del yen del 9 por 100 entre agosto y noviembre. En el caso de China, la presión estadounidense para que revalúe el yuan ha coincidido con las crecientes preocupaciones del gobierno chino sobre el recalentamiento económico y los pasos iniciales para contenerlo. En 2003 el crecimiento del PIB chino parece haber superado con mucho el esperado 9 por 100; el de la producción industrial, el 16 por 100, y el de la inversión en activos fijos, el 30 por 100. Como respuesta, el gobierno chino ha pedido reducciones en la compra de nuevas instalaciones y equipo en todo el sector industrial y ha exigido a los bancos que aumenten sus reservas para hacer más difíciles los créditos. Dado que sus compras de dólares han desempeñado un gran papel en el aumento –más del 20 por 100 anual– de la oferta monetaria en la República Popular China, Pekín probablemente tendrá que recortarlas si pretende seriamente controlar la burbuja inmobiliaria en las principales ciudades y el exceso de capacidad que atenaza tantas industrias chinas. Como otros inversores, Pekín también puede estar preocupado por las pérdidas que sufrirá en sus bonos del Tesoro estadounidense si los tipos de interés suben y los precios de los bonos bajan, las ganancias potenciales que está perdiendo al no invertir en activos más rentables y las mayores pérdidas monetarias que tendrá que sufrir cuanto más retrase la revaluación. La presión política de Estados Unidos puede estar así haciendo más fácil a China dar un paso que ya habría decidido<sup>35</sup>.

### *Tipos de interés*

Sin embargo, la rebaja del billete verde supone importantes riesgos para Washington. Un dólar alto en general y compras desde Asia oriental de acti-

---

<sup>35</sup> Jenny WIGGINS, «Asian investors may drop Treasury bonds», *The Financial Times* (8 de septiembre de 2003); Daniel BOGLER, «Asia backs out of the greenback», *The Financial Times* (23 de noviembre de 2003) (gracias a Nick Beams por esta referencia).

vos denominados en dólares en particular han sido indispensables para la recuperación estadounidense, permitiendo una política monetaria hiperexpansionista sin presión al alza sobre los tipos de interés o los precios. Si el dólar sigue cayendo, se incrementarán las presiones sobre las acciones y obligaciones estadounidenses y aumentará la inflación. Pero, si se eleva el nivel de precios, lo mismo sucederá con el coste de los créditos, amenazando los bajos tipos de interés que han constituido el fundamento último de la recuperación cíclica. Cualquier aumento significativo de los tipos de interés pondría fin a la enorme oleada de crédito hipotecario que ha impulsado el consumo y dificultaría al gobierno la financiación del enorme –y creciente– déficit presupuestario sin elevar los tipos de interés y sin poner en peligro la recuperación, pero añadiendo presión a la baja sobre los precios de los activos. De hecho, dado que el resto del mundo posee 7,61 billones de dólares en títulos estadounidenses –el 40 por 100 de la deuda comercializable del gobierno estadounidense, el 26 por 100 de los bonos y el 13 por 100 de las acciones–, un declive significativo del dólar podría desencadenar una venta generalizada de esos títulos y una violenta espiral descendente de la moneda y de los precios de los activos. Con otras palabras, si la Administración de Bush consigue su deseo de rebajar el dólar, podría llegar a lamentarlo.

El endeudamiento y las burbujas que han alentado la recuperación cíclica estadounidense parecen estar ahora disminuyendo, ejerciendo una presión a la baja sobre el gasto en consumo e incrementando la vulnerabilidad de los precios de los activos frente a diversas perturbaciones. Pero si la bolsa deja de subir, los créditos hipotecarios disminuyen y el dólar sigue bajando, más pronto o más tarde tendrá que producirse un aumento de la inversión y el empleo para evitar otra desaceleración o algo peor. En teoría, el notable aumento de la rentabilidad estadounidense debería ofrecer una sólida base para un aumento del gasto empresarial, y la reciente aceleración del PIB debería hacer que aumentaran aún más las ganancias. Pero de hecho, hasta este momento, no se ha producido ningún aumento significativo del gasto empresarial. A corto plazo cabe esperar probablemente un crecimiento más rápido de la inversión y el empleo con el habitual efecto multiplicador, en particular a la vista del enorme estímulo gubernamental, que se ampliará aún más este año. Sin embargo, sigue en cuestión la sostenibilidad de ese acrecentado dinamismo, especialmente si se tiene en cuenta el legado del remonte posterior a 2001. ¿Una expansión más rápida no propiciará un aumento de los costes de endeudamiento en un momento en que las familias, el gobierno, las empresas y el propio sector financiero se han endeudado excesivamente? ¿No propiciará también un acrecentamiento del déficit por cuenta corriente en un momento en que el dólar está cayendo? ¿Puede avanzar la economía mediante la expansión de los sectores financiero y de servicios volcados sobre el consumo, cuando los sectores clave de producción de bienes siguen lastrados por el exceso de capacidad y la reducida rentabilidad, cuando los productores extranjeros se están haciendo con porciones cada vez mayores del mercado estadounidense, cuando las exportaciones están cayendo cada vez más con respecto a las importaciones sin espe-



ranza de cerrar la brecha con los tipos de cambio actuales, y cuando Estados Unidos depende de la generosidad de los gobiernos de Asia oriental para cubrir sus obligaciones internacionales? La economía estadounidense se halla en un territorio no cartografiado y cabe poner en duda su capacidad para encontrar un buen rumbo.

## Nota sobre las fuentes

1) *Personal consumption expenditures, non-residential investment (structures and equipment and software), exports and imports of goods and of services, government consumption expenditures, personal income, disposable personal income, total wages and salaries, contributions to growth of GDP* [Gastos de consumo personal, inversión no residencial (estructuras, equipo y software), exportaciones e importaciones de bienes y servicios, gastos de consumo público, ingresos personales, ingresos personales disponibles, salarios totales, contribuciones al aumento del PIB]: National Income and Product Accounts (NIPA), Bureau of Economic Analysis (BEA), <http://www.bea.doc.gov/bea/dn/nipaweb/index.asp>. 2) *Gross value added, compensation, employees self-employed, by industry* [Valor añadido bruto, retribuciones, empleados, auto-empleados, por sectores]: US Gross Product Originating by Industry (GPO), Bureau of Economic Analysis, <http://www.bea.gov/bea/dn2/gpo.htm>. 3) *Net capital stock, depreciation, investment (current and constant) by industry* [Stock neto de capital, depreciación, inversión (corriente y constante) por sectores]: Fixed Asset Tables, Bureau of Economic Analysis, <http://www.bea.gov/bea/dn/faweb/Index.htm>. 4) *Corporate profits* [Beneficios empresariales]: NIPA, cuadros 1.6 y 6.16, Bureau of Economic Analysis, <http://www.bea.doc.gov/bea/dn/nipaweb/index.asp>. 5) *Employment and wages (nominal), by industry* [Empleo y salarios (nominales) por sectores]: National Employment and Earnings, Table b, Historical Data, Bureau of Labour Statistics (BLS), <http://www.bls.gov/ces/cesbtabs.htm>. 6) *Borrowing and debt outstanding for government, households, non-financial corporations* [Endeudamiento y deuda viva del gobierno, las familias y las empresas no financieras]: Flow of Funds, Federal Reserve Board (FRB), <http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/>. 7) *Purchase and sale and ownership of assets by non-financial corporations, households, rest of the world* [Compra, venta y propiedad de activos por empresas no financieras, hogares, resto del mundo]: *ibid.* 8) *Non-financial corporate net capital stock (current)* [Stock neto de capital (corriente) de las empresas no financieras]: Flow of Funds, Table B.102, <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/z1r-5.pdf>. 9) *Industrial output and capacity utilization* [Producción industrial y utilización de la capacidad]: Federal Reserve Board, Table G17, <http://www.federalreserve.gov/releases/G17/Current/default.htm>. 10) *Non-farm, manufacturing, non-financial corporations, total economy: value added (nominal and real), output per hour, total compensation, compensation per hour (nominal and real), hours worked* [Empresas no agropecuarias, no financieras e industriales, economía total: valor añadido (nominal y real), producción por hora, retribuciones totales, retribución hora (nominal y real), horas trabajadas]: Industry Analy-

tical Ratios for Business, Manufacturing Non-Financial Corporations, Total Economy, Bureau of Labour Statistics (se pueden solicitar copias al BLS). 11) *Interest rates, equity prices, price-earnings ratios [Tipos de interés, cotizaciones en bolsa, ratio precio-ganancia]*: Economic Report of the President, 2003, Washington, DC, 2003, disponible en <http://www.gpoaccess.gov/eop/tables03.html>. 12) *Manufacturing exports, imports and trade balance [Exportaciones e importaciones industriales y balanza comercial]*: Table 3, US Aggregate Foreign Trade Data, International Trade Administration (ITA), <http://www.ita.doc.gov/>. 13) *Deflator for consumer prices (CPI-U-RS) [Deflactor para los precios al consumo (IPC)]*: Consumer Price Indexes, Bureau of Labour Statistics (BLS), <http://www.bls.gov/bls/inflation.htm>.