

# La trayectoria de la economía estadounidense: ¿nuevo auge o nueva burbuja?

ROBERT BRENNER

A principios del año 2002 Alan Greenspan declaró que la recesión de los Estados Unidos, iniciada un año antes, había terminado. En el otoño, la Reserva Federal se vio obligada a retractarse y admitió que la economía seguía enfrentando dificultades y la amenaza de una recesión. En junio de 2003, Greenspan aceptó que "la economía todavía no había mostrado un crecimiento sostenido". Desde entonces los economistas de Wall Street han proclamado, en cada ocasión con menos reservas, que después de varias interrupciones atribuibles a "conmociones externas" –11/9, escándalos empresariales y el ataque a Irak–, la economía finalmente está acelerándose. Fundamentados en la realidad de un incremento más rápido del PIB y de un aumento significativo en las ganancias durante la segunda mitad de 2003, nos aseguran que el nuevo auge ha llegado. Por lo tanto, en un momento en que falta menos de un año para las elecciones presidenciales, lo que realmente importa es la situación real de la economía de Estados Unidos. ¿Qué fue lo que generó el menor crecimiento de los últimos años? ¿Cuál es la causa de la actual aceleración económica? y ¿se podrá sostener ésta? ¿Ha logrado la economía romper finalmente la prolongada recesión que ha llevado al peor desempeño económico mundial, década por década, desde 1973? ¿Cuáles son las perspectivas para el futuro?

A mediados del verano del año 2000, el mercado de valores de Estados Unidos entró en un marcado descenso y la economía subyacente perdió impulso rápidamente, cayendo en la recesión a principios del 2001. Todo descenso cíclico previo en la actividad económica durante el periodo de la posguerra había sido detonado por una restricción del crédito por parte de la Reserva Federal con la finalidad de contener la inflación y el "recalentamiento" de la economía, reduciendo la demanda del consumidor y, a su vez, el gasto de inversión. Sin embargo, en este caso,

la Reserva Federal facilitó las condiciones del crédito, a pesar de lo cual dos fuerzas estrechamente interrelacionadas llevaron a un descenso en la actividad económica. La primera de éstas fue un agravamiento de la capacidad excedente, principalmente en las industrias manufactureras, lo que deprimió los precios y redujo la utilización de la capacidad, llevando a una baja en las ganancias –redujo el empleo, disminuyó la inversión y desalentó los incrementos en los salarios. La segunda fue un colapso en los precios de las acciones, en especial en los rubros de alta tecnología, que revirtió el "efecto de riqueza", e hizo que a las empresas les fuera más difícil conseguir dinero emitiendo acciones o incurriendo en deuda bancaria, y a los hogares obtener préstamos con garantía basada en acciones.

## El fin del auge

La recesión dio término a una expansión que empezó en 1991 y duró una década y, en particular, a la expansión económica de cinco años que se inició en 1995. El auge fue, y continúa siendo, elogiado en exceso especialmente como escenario de un ostensible milagro de aumento en la productividad. De hecho, no interrumpió de ninguna manera, la prolongada tendencia descendente que ha afectado a la economía mundial desde 1973. Ante todo, en Estados Unidos, así como en Japón y Alemania, las tasas de ganancias en el conjunto de la economía privada no se han recuperado. Las tasas para el ciclo económico de 1990 no pudieron superar las correspondientes a las décadas de 1970 y 1980, que por supuesto fueron inferiores a las del prolongado auge de la posguerra, entre los años finales de los cuarenta y los últimos de la década de 1960. Por lo tanto, si tenemos en cuenta el desempeño económico de las economías capitalistas avanzadas en su conjunto durante los no-

venta (G7), encontraremos que no fue mejor, en términos de los indicadores macroeconómicos estándar, que el decenio de los ochenta, que a su vez fue menor que el de los años setenta, los que a su vez no pueden compararse con el auge de las décadas de 1950 y 1960.

Lo que siguió limitando las utilidades en el sector privado e impidió cualquier auge económico duradero fue la perpetuación de un problema internacional de exceso de capacidad a largo plazo –esto es, sistémico– en el sector manufacturero. Esto se manifestó en la importante disminución de la ya muy reducida rentabilidad tanto en Alemania como en Japón durante los noventa, y en la incapacidad de las manufacturas de Estados Unidos para sostener, después de mediados de la década, la impresionante recuperación de sus tasas de ganancia entre 1985 y 1995. También produjo la serie de crisis profundas y generalizadas que afectaron a la economía mundial en la última década del siglo –el colapso europeo en 1993, las crisis mexicanas de 1994-95, las emergencias en Asia oriental en 1997-98, y el colapso y recesión de 2000-2001.

Las raíces de la desaceleración, y más generalmente la configuración de la economía estadounidense hoy en día, se remontan a la mitad de la década de los noventa, cuando se desencadenaron las principales fuerzas que conformaron la economía tanto del auge de 1995 como de la desaceleración. Durante la década previa, ayudada por las ingentes revaluaciones del yen y del marco que el gobierno de Estados Unidos impuso a sus rivales japoneses y alemanes mediante el Acuerdo Plaza de 1985, la rentabilidad de las manufacturas estadounidenses logró una recuperación significativa, después de un largo periodo en condiciones lamentables, aumentando un 70% entre 1985 y 1995. Si bien la tasa de ganancias fuera del sector manufacturero en realidad disminuyó ligeramente en este periodo, ese aumento en la tasa de ganancias de las manufacturas produjo, *por sí solo*, un considerable aumento en la rentabilidad de la economía privada de EU en su conjunto, aumentando la tasa de ganancias de las sociedades empresariales no financieras en 20% en el transcurso de una década, hasta llegar nuevamente a su nivel de 1973. Sobre la base de esta recuperación empezó una aceleración de la economía estadounidense a partir de 1993, mostrando un mayor dinamismo del que había tenido en muchos años, por lo menos en apariencia.

No obstante, para la economía de EU las perspectivas estaban limitadas, en última instancia, por la condición de toda la economía mundial. La recuperación de la rentabilidad estuvo basada no sólo en la devaluación del dólar, sino también en una década de aumento salarial cercano a cero, de importantes reorganizaciones industriales, de tasas de interés real en disminución, y de una orientación hacia los presupuestos equilibrados. Por consiguiente, se presentó en gran medida a costa de sus principales rivales, que fueron fuertemente golpeados por el menor crecimiento del mercado de Estados Unidos y por la mayor competitividad en precios de las empresas estadounidenses en la economía global. Llevó, durante la primera mitad de los años noventa, a la más profunda recesión de la época de la posguerra tanto en Japón como en Alemania, basada en la crisis de las manufacturas en ambos países. En 1995, cuando el sector manufacturero japonés amenazaba con una parálisis al llegar el tipo de cambio del yen a 79 por un dólar, Estados Unidos se vio obligado a retornar el favor que le habían hecho Japón y Alemania décadas antes, aceptando provocar, en coordinación con sus socios, un nuevo aumento del dólar. No es exagerado decir que, con el precipitado ascenso del dólar entre 1995 y 2001, la economía estadounidense se vio privada del principal impulso responsable de la impresionante recuperación durante la década previa –esto es, la importante mejora en la rentabilidad de las manufacturas, en su competitividad internacional y en el comportamiento de las exportaciones. A su vez, esto creó el escenario para las tendencias duales que conformarían a la economía del país durante el resto de la década y hasta el día de hoy. La primera de éstas fue la profundización de la crisis del sector manufacturero de Estados Unidos, de las exportaciones y (después del año 2000) de la inversión; la segunda fue el aumento ininterrumpido de la deuda del sector privado, del consumo de los hogares, y de los precios de las importaciones y los activos, que llevarían a una expansión sostenida de buena parte de los sectores no manufactureros –ante todo, el financiero, pero también las industrias dependientes de esa deuda, de las importaciones y del consumo, como la construcción, el comercio al menudeo y los servicios de salud.

### Keynesianismo mediante el mercado de valores

A medida que el dólar aumentaba aceleradamente después de 1995, la carga del exceso de capacidad se

desplazó a Estados Unidos. La situación se agravó para los manufactureros estadounidenses cuando las economías de Asia oriental entraron en crisis en 1997-98, lo cual llevó al estancamiento de la demanda de esos países, a la devaluación de sus monedas, y a que realizaran ventas de emergencia en los mercados mundiales. A partir de 1997, la tasa de ganancias de las manufacturas de Estados Unidos inició una nueva e importante disminución. A pesar de todo, incluso mientras la tasa de ganancias de las manufacturas caía, el mercado de valores entró en una fase de ascenso. En un principio fue impulsado hacia arriba por una pronunciada disminución de las tasas de interés a largo plazo en 1995, consecuencia de un considerable ingreso de dinero proveniente de los gobiernos de Asia oriental, a los mercados financieros estadounidenses, lo que elevó el tipo de cambio del dólar. Fue sostenido sistemáticamente hasta finales de la década por el régimen de dinero fácil de Alan Greenspan en la Reserva Federal, el que se negó a incrementar las tasas de interés entre principios de 1995 y mediados de 1999, y actuaba enérgicamente en ayuda de los mercados de valores mediante inyecciones de crédito a cada signo de inestabilidad financiera. Greenspan estaba muy conciente del efecto depresivo sobre la economía de las acciones de Clinton para equilibrar el presupuesto y del nuevo ascenso del dólar. Por lo tanto, confiaba en el "efecto de riqueza" del mercado de valores para compensarlas, propiciando los préstamos solicitados por las empresas y los hogares y fortaleciendo así la demanda de consumo y de inversión. De hecho, la Reserva Federal reemplazó el aumento en el déficit público que fue tan indispensable para el crecimiento económico en los años ochenta, con un aumento del déficit privado durante la segunda mitad de los noventa —una clase de "keynesianismo del mercado de valores".

Una vez que los precios de los valores empezaron a aumentar, las empresas —especialmente las de tecnología informática— se encontraron con un fácil acceso al financiamiento, ya fuera mediante préstamos obtenidos con base en el colateral ostensiblemente representado por su capitalización en el mercado de valores o mediante la emisión de acciones. Como consecuencia, la obtención de préstamos por las compañías no financieras aumentó aceleradamente, aproximándose a los niveles más altos a finales de la década. En tanto que en el periodo de la posguerra, las empresas se financiaron a sí mismas mediante las ganancias retenidas (las utilidades después del pago de intereses y de los dividendos), ahora las empresas que no podían

obtener préstamos baratos se dirigieron al mercado de valores para obtener fondos en una medida que anteriormente habría sido inconcebible. Con estas bases, la inversión aumentó explosivamente, incrementándose a una tasa anual promedio de casi 10%, lo que explica, en términos de contabilidad del crecimiento, cerca de 30% del aumento en el producto interno bruto (PIB) entre 1995 y 2000.

Los hogares ricos también se beneficiaron del "efecto de riqueza" producido por el exagerado aumento de los precios de los valores. Al ver que sus activos en papel subían mucho, se sintieron justificados para aumentar su endeudamiento anual, así como su deuda vigente, casi hasta los niveles más altos alcanzados antes, como una fracción del ingreso familiar. También se sintieron en libertad de elevar el consumo de su hogar como proporción del ingreso personal hasta casi 100%, produciendo así una reducción paralela en la tasa de ahorro de los hogares estadounidenses, de 8% a casi cero durante el curso de la década. Los gastos del consumidor aumentaron en forma abrupta, lo que contribuyó poderosamente a la absorción de la mayor producción generada por la inversión y la productividad en aumento. Entre 1995 y 2000, se conformó un fuerte auge, caracterizado por una aceleración de la producción, de la productividad, del empleo y eventualmente, por el aumento de los salarios reales. Pero este auge dependió casi en su totalidad en un ascenso del mercado de valores que no tenía ninguna base en los rendimientos subyacentes de las empresas.

Al presentarse, como ocurrió, cuando la rentabilidad mostraba una tendencia a la baja —y habiendo sido posible gracias a incrementos en los préstamos obtenidos por las empresas y en el consumo de los hogares, que dependían ambos de la burbuja del mercado de valores— gran parte del aumento en la inversión durante la segunda mitad de la década fue inevitablemente mal asignado. La amplitud y la magnitud de la capacidad excedente se amplió mucho, en especial en las industrias de alta tecnología, tanto dentro como afuera del sector manufacturero, lo que exacerbó la disminución de la rentabilidad. En toda la economía, las reducciones en el incremento de los costos debido a la mayor productividad fueron más que compensadas por la desaceleración de los aumentos de precios generada por una oferta que superaba la demanda. De este modo, los consumidores terminaron siendo —aun-

que fuera temporalmente– los principales beneficiarios de un proceso que se socavaba a sí mismo y que inexorablemente trajo consigo un aumento en las presiones que tendían a reducir las ganancias. Entre 1997 y 2000, a medida que el auge y la burbuja alcanzaban su apogeo, la tasa de ganancias del sector empresarial no financiero en conjunto sufrió una baja que casi fue de una quinta parte.

### Crisis de las manufacturas y de las empresas de alta tecnología

Pero ni el ascenso de la economía real, ni la de su representación sobre el papel en forma de los precios de los activos, podían desafiar durante mucho tiempo la presión de la disminución de los rendimientos. A partir de julio de 2000, los informes de ganancias de las grandes empresas que en cada ocasión mostraban un empeoramiento de la situación, precipitaron una abrupta caída cíclica, tanto por revertir el efecto de riqueza, como por revelar la magnitud de la capacidad productiva redundante y la “montaña” de deudas empresariales que constituían la herencia dual del auge de inversión impulsado por la burbuja. Con su capitalización en el mercado reducida considerablemente, las empresas descubrieron que no sólo era más difícil obtener préstamos, sino que también era menos atrayente, en especial porque la disminución en las ganancias y la creciente amenaza de bancarrota hizo que procuraran corregir sus balances contables abrumados por la deuda. Como habían comprado muchas más plantas fabriles, equipo y capacidad informática de la que podían aprovechar, se vieron obligadas a reducir los precios o a dejar sin usar la capacidad, lo que les llevó a tener tasas de ganancia menores en ambos casos. Para hacer frente a la baja en la rentabilidad, las empresas disminuyeron su producción y sus gastos de capital, a la vez que reducían el empleo y el aumento de los salarios, con el fin de bajar sus costos. En toda la economía estas acciones redujeron radicalmente la demanda agregada, presionando la economía a la baja y agravando la disminución de las ganancias al deprimir la utilización de la capacidad y el aumento de la productividad. La inexorable carga del pago de intereses sobre la cuantiosa deuda empresarial limitó las ganancias aun más. Entre el año que terminó a mediados de 2000 y el que terminó a mediados de 2001, el crecimiento del PIB cayó de 5% al menos 1%, y la inversión disminuyó de 9 al menos 5% –en ambos casos el descenso más rápido en cualquier año desde la

segunda guerra mundial–, lo que hizo que la economía descendiera en picada.

En 2001, 2002 y la primera mitad de 2003, el empleo en la economía no agrícola (medido en horas e incluyendo a los autoempleados) se redujo 2, 2.5 y 1.5% respectivamente, después de haber aumentado a una tasa anual de más de 2% entre 1995 y 2000. Esto por sí solo, implicó un gran golpe a la demanda agregada, una presión a la baja inexorable y persistente sobre la economía. Simultáneamente, los salarios por hora reales, que habían crecido 3.5% en 2000, fueron brutalmente reducidos en -0.1, 1.2 y 0.3%, respectivamente, en 2001, 2002 y la primera mitad de 2003. Como resultado de la combinación de un menor aumento en el salario por hora y del empleo en disminución, la compensación total real en el sector no agrícola –el principal elemento de la demanda agregada– se redujo en 1.2, 1.4 y 0.2%, respectivamente, en 2001, 2002 y la primera mitad de 2003, después de aumentar a una tasa promedio anual de 4.3% entre 1995 y el año 2000. Quizá lo más sorprendente fue que después de haber crecido a una tasa anual de 10% entre 1995 y 2000, los gastos reales en fábricas y equipo disminuyeron abruptamente en 2001 y 2002 y permanecieron constantes en la primera mitad de 2003. Suponiendo que todo lo demás hubiera permanecido igual, estas fuertes presiones sobre la demanda del consumidor y la inversión, que son consecuencia de las grandes reducciones en el empleo, en las compensaciones y en el crecimiento del gasto de capital, habrían mantenido a la economía en una recesión, o en una situación cercana a la misma, justo hasta el presente. En realidad, incluso con un enorme programa de estímulos del gobierno, fueron responsables de que el crecimiento anual promedio del PIB no agropecuario disminuyera de 4.6% en el periodo 1995-2000 a menos 1% en el año 2001, y causaron que no superara 2.7% en 2002 y 2.6% en la primera mitad de 2003.

Para colmo de males, las ventas de Estados Unidos al exterior también cayeron estrepitosamente. Durante las dos décadas previas, el crecimiento de las exportaciones estadounidenses había tendido a depender, paradójicamente, del aumento de las importaciones de Estados Unidos. Esto se debió a que se fundamentaban en una economía mundial cuyo crecimiento, que dependía cada vez más de las exportaciones, se basaba a su vez en forma creciente en el aumento de las importaciones estadounidenses. El último impul-



so ascendente del mercado de valores en el par de años finales del pasado siglo ha rescatado a la economía mundial, así como a las exportaciones de Estados Unidos, de la crisis de Asia oriental dando inicio a un breve auge de las importaciones, especialmente de componentes de la tecnología informática. Pero con la inversión y los precios de las acciones colapsándose –especialmente, de nuevo en los sectores de la “nueva economía”– el proceso se revirtió. Japón, Europa y Asia oriental han perdido impulso tan rápidamente como Estados Unidos, mientras que gran parte del mundo en desarrollo, notablemente América Latina, volvió a caer en crisis, después de un breve periodo de avance. Puesto que las economías de los socios comerciales de Estados Unidos se han hecho tan dependientes de las ventas a este país –y como éste tiene una propensión a importar mucho mayor que la Unión Europea o Japón–, el descenso hacia la recesión redujo más la capacidad del resto del mundo para absorber importaciones procedentes de Estados Unidos, que las de éste para absorber importaciones procedentes del resto del mundo. Por lo tanto, en 2001, 2002 y la primera mitad de 2003, el crecimiento de las exportaciones estadounidenses se rezagó aún más que antes respecto del aumento de las importaciones. Las importaciones reales del país, después de haber aumentado 13.2% en 2000, disminuyeron 2.9% en 2001, para luego crecer 3.7 y 2.25% respectivamente, en 2002 y en la primera mitad de 2003. Por otra parte, las exportaciones reales estadounidenses, después de crecer 9.7% en 2000, se redujeron 5.4, 3.6 y 0.1 % en 2001, 2002 y la primera mitad de 2003. A medida que el resto del mundo, privado del motor estadounidense, avanzaba con más lentitud, Estados Unidos sólo podía depender de sí mismo para iniciar una recuperación económica de la cual dependía toda la economía global.

Para detener la caída, la Reserva Federal bajó el costo de los préstamos con una rapidez sin precedente, reduciendo las tasas de interés a corto plazo en once ocasiones, de 6.5 a 1.75%, en el curso de un año. Pero como descubrió la Reserva Federal, las reducciones de la tasa de interés son mucho más efectivas para reanimar una economía en que el consumo se ha visto restringido por condiciones más difíciles para la obtención de créditos –como en todas las previas recesiones cíclicas de la posguerra–, que para dar un nuevo impulso a una economía que ha sido llevada a

la recesión por la disminución de la inversión y del empleo debida a un exceso de capacidad de producción, lo que disminuye las tasas de ganancia.

Con una oferta muy excesiva de fábricas y equipo, las empresas no financieras tenían pocos incentivos para acelerar la acumulación de capital, sin importar cuánto bajara las tasas de interés la Reserva Federal. Por el contrario, como habían aumentado su endeudamiento de 73 a 90% de su producción entre 1995 y 2000, tenían toda motivación para mejorar sus balances contables procurando ahorrar más, y hacerlo así les dificultó mucho más realizar inversiones. Si bien el considerable aumento en la riqueza aparente derivada de la capitalización en el mercado de valores les hizo posible a las empresas no financieras obtener más préstamos como proporción de su ingreso, hasta casi llegar a un máximo de 8% en 1998, 1999 y 2000, en el promedio de esos tres años, se vieron obligadas a reducirlos considerablemente a un 4.6, 2.1 y 2.6% en 2001, 2002 y la primera mitad de 2003, a medida que el valor de sus acciones se contraía dramáticamente. Los gastos reales no residenciales en fábricas y equipo cayeron abruptamente en consecuencia, disminuyendo de una tasa anual promedio de 10.1% entre 1995 y 2000, a una tasa anual media de *menos* 4.4% entre el año 2000 y la primera parte de 2003. El factor decisivo que ha restringido a la economía es el fracaso en la reanimación de la inversión.

### *Capacidad productiva y excedente industrial*

El sector manufacturero fue, casi exclusivamente, el principal lugar y fuente del menor crecimiento económico, a medida que los acontecimientos de los cinco años previos maduraban y llegaban a causar sus efectos. Aunque a mediados de la década de los noventa este sector había llegado a constituir solamente 29.3 y 32.7%, respectivamente, del PIB empresarial total y del no financiero, en una fecha relativamente tan reciente como 1995, las manufacturas todavía representaban 42.5% de las ganancias empresariales y 50% de las ganancias empresariales no financieras, antes del pago de intereses. En consecuencia, cuando las manufacturas cayeron en crisis, toda la economía entró en crisis.

Entre 1995 y 2000, el aumento de los costos en la economía manufacturera de Estados Unidos no presentaba ninguna amenaza a la rentabilidad. Por el contrario, la productividad en las manufacturas au-



mentó tan rápidamente que compensó con creces el incremento en los salarios, con el resultado de que la unidad de costos de la mano de obra disminuyó a una impresionante tasa anual promedio mayor a 1% por año durante el quinquenio. Aun así, los productores estadounidenses encontraron mucho más difícil defender, y no digamos expandir, sus mercados y sus márgenes de ganancia durante este periodo, porque tenían que enfrentar una revaluación del 21% en el dólar, en términos ponderados por la relación comercial y, a partir de 1997, también los afectaron las condiciones de crisis del mercado mundial. Los precios de exportación mundiales, medidos en dólares, disminuyeron a la sorprendente tasa de 4% al año durante media década, con la consecuencia de que, en tanto que las exportaciones de manufacturas de Estados Unidos crecían a una tasa promedio de 7% anual, las importaciones de manufacturas aumentaron 40% más rápido, a 10% anual, y su participación en el mercado estadounidense aumentó en una tercera parte. A pesar del descenso de los costos de producción, la presión sobre los precios fue por lo tanto tan intensa, que el sector manufacturero sólo mantuvo sus tasas de ganancia entre 1995 y 1997, y esto sencillamente porque la presión de los salarios fue tan débil en esos dos años, que los salarios reales disminuyeron 1.5%. Entre 1997 y 2000, los precios bajaron aún más que los costos de la unidad de mano de obra, y el resultado fue que, a corto plazo, a medida que la burbuja económica terminaba, la tasa de ganancias de las manufacturas disminuyó 15%. En 2001 la crisis de las manufacturas llegó a su máximo, a medida que las presiones competitivas del mercado mundial se intensificaban y eran complicadas considerablemente por la debilidad del mercado interno. Al disminuir los precios mundiales de las manufacturas un 2.4% adicional y disminuir en 7% las exportaciones de manufacturas (nominales) de Estados Unidos, los manufactureros de este país vieron cómo el crecimiento del consumo interno real se reducía a la mitad. En vista de estas contracciones, el PIB manufacturero estadounidense se redujo un impresionante 6% y la utilización de la capacidad bajó 7.1%. Mientras tanto, la inversión real en las manufacturas disminuyó 5.4. Mientras caían tan rápidamente la producción y la utilización de la capacidad existente, así como los gastos en nuevas fábricas, equipo y *software*, no había forma en que los patrones pudieran reducir la fuerza de trabajo con la suficiente rapidez para prevenir una gran



baja en el aumento de la productividad. De hecho, el empleo (medido en horas) se redujo 4.8%. Pero aun así, el crecimiento de la producción por hora en las manufacturas bajó de 6.1% en el año 2000 a -0.4% en 2001.

Las empresas manufactureras enfrentaron estas agudas presiones afectando las compensaciones de los empleados: los salarios reales, que habían aumentado 3.9% en 2000, disminuyeron 1.2% en 2001. Pero aun con la disminución de la productividad y de la capacidad utilizada, los patrones no pudieron impedir que los costos de la unidad de mano de obra aumentaran en un 2%. Tampoco pudieron evitar que los precios internos de las manufacturas bajaran 0.4%, después de una reducción de 2% en 2000. El resultado fue que en 2001 la tasa de ganancias del sector manufacturero se redujera adicionalmente 21.3%, a un nivel menor en una tercera parte a su máximo de 1997. Entre 1997 y 2001, a medida que aumentaba aceleradamente la deuda de las empresas, los intereses netos que pagaba el sector manufacturero como proporción de sus ganancias netas aumentaron de 19 a 40.5%, un nivel sin precedentes después de la segunda guerra mundial. En parte como consecuencia de lo anterior, en 2001 las ganancias de las empresas manufactureras netas del pago de intereses habían disminuido un total de 44.4% a partir de su punto máximo en 1997.

La crisis de la rentabilidad afectó a todas las manufacturas, incluyendo a las industrias tradicionales como las de textiles, acero y cuero. Pero el centro del huracán estaba en el sector de la tecnología informática, que en su mayor parte está ubicado en la manufactura de bienes duraderos, aunque incluye unas pocas industrias no manufactureras, principalmente en las telecomunicaciones. Los servicios para los negocios, que buscan su clientela ante todo entre las empresas manufactureras, fueron también fuertemente afectados. Las industrias de alta tecnología habían sido las principales beneficiarias de la generosidad financiera generada por el alza del mercado de valores, convirtiéndose en los principales agentes de la inversión excesiva y, a su vez, en las principales víctimas de la capacidad excedente, de las ganancias en disminución y de los estados contables sobrecargados. Muchas padecieron fuertes bajas en sus tasas de ganancia. Incluso donde sus tasas de ganancia no tuvieron una baja espectacular, estas indus-



trías experimentaron reducciones muy importantes en sus ganancias absolutas después del pago de intereses, debido al alto costo del servicio de las enormes deudas en que habían incurrido durante la burbuja. Entre 1995 y 2001, las ganancias, excluyendo el interés, en el equipo electrónico (incluso las computadoras u ordenadores), disminuyeron de 59 500 millones (1997) a 12 200 millones; en equipo industrial (incluidos los semiconductores) bajaron de 13 300 a 2 900 millones; en las telecomunicaciones de 24 200 (1996) a 6 800 millones, y en los servicios a los negocios, de 76 200 a 33 500 millones.

La disminución en la rentabilidad del sector manufacturero fue por sí sola responsable de *toda* la baja en la tasa de ganancias del sector empresarial no financiero en conjunto durante el año 2001. Es decir, el sector empresarial no financiero, sin incluir a las manufacturas, logró evitar cualquier baja en la tasa de ganancias en 2001.

Tal como se presentó, la crisis de rentabilidad en las manufacturas fue lo suficientemente grave en ese año para producir una reducción de 10% en la tasa de ganancias del sector empresarial no financiero en conjunto. En 2001, la tasa de ganancias de las empresas no financieras, que ya habían sufrido una disminución de 19% entre 1997 y 2000, se había reducido un total de 27% con respecto a su máximo de 1997.

Es del sector manufacturero y de las industrias relacionadas, de donde siguen emanando las más poderosas presiones recesivas sobre la economía, pues los patrones de ese sector han reducido el empleo sin miramientos para restablecer las ganancias. En 2002 y la primera mitad de 2003, redujeron la producción 0.4 y 2.8% y disminuyeron la inversión bastante más rápido, a una tasa anual de 5% o mayor. Sobre todo, redujeron radicalmente el empleo. Entre julio de 2000 y octubre de 2003, los patrones eliminaron 2.8 millones de empleos en el sector manufacturero, bastante más del 100% del total de 2.45 millones de empleos perdidos en el sector privado en el periodo –lo que significa que la economía fuera del sector manufacturero en realidad generó empleos durante esos años. Desde su máximo en 1997, el sector ha perdido una quinta parte de su fuerza de trabajo. En gran medida como consecuencia de lo anterior, después de haber aumentado a una tasa anual promedio de 3.8% entre 1995 y 2000, la compensación total en las manufacturas se redujo a una tasa de 3.1% entre finales de 2000 y

mediados de 2003, representando, una vez más, la mayor parte de la disminución en la compensación total real que ocurrió en la economía no agrícola durante ese periodo. Por medio de su continuo y poderoso efecto restrictivo sobre el crecimiento de la demanda efectiva, la crisis de la inversión y del empleo han sido el principal factor depresivo en la economía en general desde que empezó la reducción del crecimiento en la última parte de 2000 –y detrás de esa crisis han estado en gran medida el colapso de la inversión y del empleo en el sector.

### Un curso de expansión distorsionado

A mediados de 2003, las históricas reducciones de la tasa de interés que llevó a cabo Greenspan se estrellaron contra un muro de capacidad industrial excedente y endeudamiento de las empresas, sin poder aminorar la caída de la inversión, estimular la solicitud de préstamos por parte de las empresas o impartir un nuevo dinamismo a las manufacturas e industrias relacionadas, especialmente en forma de creación de nuevos empleos. Por consiguiente, la Reserva Federal no tuvo otra opción que recurrir al fortalecimiento del consumo para mantener funcionando la economía. En esto ha logrado tener un éxito significativo, con la consecuencia de que la economía ha terminado siguiendo una trayectoria paradójica de dos vías. Las manufacturas y las industrias relacionadas han continuado en una profunda contracción cuyos orígenes se remontan a 1995, y que se debe al actual exceso de capacidad global, a la mayor competencia internacional y a un dólar sobrevaluado durante mucho tiempo. Sin embargo, en contraste, sectores importantes del sector no manufacturero han tenido éxito en sostener una expansión también originada a mediados de los noventa, debido a que se mantuvieron durante el auge y hasta la subsiguiente fase descendente, tendencias y condiciones más amplias que se generaron en esos años –ante todo, la mayor facilidad para la disponibilidad de crédito barato, el continuo surgimiento de burbujas que elevan los precios de las acciones, y el sorprendente aumento de las importaciones que resultan baratas por la sobrevaluación del dólar.

En cierto grado, las menores tasas de interés fijadas por Greenspan pueden fomentar directamente la obtención de préstamos y por lo tanto el consumo. Durante las recesiones económicas, los hogares por lo general requieren aumentar los préstamos que obtienen para cubrir la pérdida de ingreso resultante

del menor incremento de los salarios y del aumento del desempleo. Pero precisamente porque se ven afectados por presiones descendentes en sus ingresos, los hogares enfrentan límites inherentes a su capacidad de aumentar la carga de la deuda que pueden soportar. En 2001, como resultado de los despidos y del estancamiento de los salarios, la compensación real total a todos los empleados, incluso los que trabajan para el gobierno, se redujo en 1.7% en comparación con el último trimestre de 2000; disminuyó otro 0.1% en el año 2002, y aumento sólo 0.4% en la primera mitad de 2003. El propósito de la Reserva Federal ha sido superar las limitaciones de esos ingresos estancados retornando a su estrategia de los noventa –o quizás, con más precisión, continuándola–, esto es, estimular a la economía por medio de los “efectos de riqueza”.

De este modo, Greenspan una vez más ha procurado elevar los precios de los activos, inflando la riqueza en papel, para fortalecer la capacidad de endeudamiento y por lo tanto de gasto. No obstante, en la secuela de la ingente baja de la rentabilidad en 1997 y de los precios de las acciones a mediados de 2000, así como de la preocupación de las empresas por reducir sus deudas limitando su obtención de préstamos, se ha visto obligado a cambiar el énfasis. La Reserva Federal sigue intentando fortalecer el mercado de valores para mejorar la condición financiera de las empresas y la perspectiva de los negocios en general. Pero ha tenido que centrar sus esperanzas de estimular la economía principalmente en la reducción de las tasas hipotecarias y en el aumento de los precios de las viviendas, para facilitar a los hogares una mayor obtención de préstamos y un mayor gasto de consumo (incluyendo la inversión en casas). En sus propios términos, estas esperanzas se han cumplido espectacularmente.

Gracias en parte a las acciones de la Reserva Federal, las tasas de interés a largo plazo disminuyeron significativamente y los precios de las casas aumentaron con rapidez. Entre junio de 2000 y junio de 2003, la tasa de interés sobre hipotecas fijas a treinta años disminuyó de 8.29 a 5.23%, un total de 37%. En el mismo periodo, los precios de las casas aumentaron 7% al año, prolongando y acentuando una tendencia que se originó entre 1995 y 2000, cuando se incrementaron a una tasa anual de 5.1%. Con su colateral aumentado considerablemente y su costo de endeudamiento reducido radicalmente, los hogares han podido aumentar sus préstamos

con rapidez. Incluso aunque ya entre 1998 y 2000, el ritmo de la economía empezaba a ser más lento, el incremento del salario real disminuía y el desempleo aumentaba, los préstamos obtenidos por los hogares como proporción de su ingreso anual promediaban 7.5% y se estaban acercando a los máximos históricos alcanzados a mediados de los ochenta. A partir de 2001 aumentaron abruptamente, y durante la primera mitad de 2003 superaron todos los máximos llegando casi a 12%. El crecimiento de la deuda de los hogares representó 70% del crecimiento total de la deuda privada no financiera vigente entre 2000 y 2003. Casi todos los hogares que obtuvieron préstamos en esos años –85%– lo hicieron por medio de hipotecas sobre sus casas, y fueron posibles gracias a la inflación del precio de las viviendas y a las bajas tasas de interés; menos de 15% lo consiguieron por medio de otras formas de crédito al consumidor, que evidentemente estaban limitadas por el estancamiento de los ingresos.

Al aprovechar la apreciación del valor de sus casas, y la baja en los costos de los préstamos, los hogares han podido “convertir en efectivo” grandes sumas del valor de sus viviendas mediante la venta de casas, refinanciamiento y segundas hipotecas –y así desempeñar plenamente el papel que se les ha asignado para impulsar la economía sosteniendo el crecimiento en el consumo. Entre el año 2000 y mediados de 2003, el incremento de los gastos de consumo reales llegó al 2.8% al año, a pesar de que, como se indicó, la compensación real total en realidad disminuyó en el mismo periodo. El crecimiento sostenido del consumo, que depende a su vez del aumento de la deuda de los hogares, fue el factor determinante detrás de los incrementos del PIB a partir de 2000 –en la limitación del precipitado descenso de la economía en 2001, en la estabilización durante el invierno de 2001-02, y en el impulso al crecimiento que ha ocurrido desde entonces. En términos de contabilidad nacional, el incremento en los gastos de consumo personal fue responsable de casi todo el aumento que se presentó en el PIB entre 2000 y la primera mitad de 2003. Por sí solo, representó un 16% más de crecimiento que el ocurrido realmente en ese periodo. Para expresarlo de otra manera, no sólo compensó por sí mismo el considerable efecto negativo que sobre el crecimiento del PIB tuvo la disminución de la inversión y el creciente déficit del comercio internacional, sino que además a él se debió un 50% del crecimiento positivo registrado. Después



de reducirse a 0.3% en 2001, el aumento del PIB llegó a 2.4% en 2002 y 2.35% en la primera mitad de 2003 (anualizados).

La Reserva Federal está apostando a que el crecimiento del consumo se sostendrá lo suficiente para que las empresas absorban su exceso de capacidad y empiecen a invertir y a contratar personal de nuevo, dándole un descanso al poderoso consumidor. Eso es lo que se requiere para darle de nuevo a la economía una apariencia saludable.

### El estímulo fiscal

Mientras que la Reserva Federal ponía en marcha su estímulo monetario, la administración de Bush añadía lo que parece ser un importante estímulo fiscal siguiendo el modelo de Ronald Reagan, al hacer aprobar en el Congreso enormes reducciones en los impuestos e importantes aumentos en el gasto militar. Pero estas medidas tienen menos fuerza de lo que parece. La administración ha arrojado pequeñas migajas al grueso de la población —entregas de efectivo a los estados para ayudarles a cubrir el costo de *Medicare*, una reducción de los impuestos a las personas casadas, un aumento de los créditos fiscales por el cuidado de niños y el adelanto en el tiempo de las disminuciones en las tasas dispuestas por la Ley de Impuestos de 2001. Pero todas estas medidas en conjunto sólo representaron cerca de 35 mil millones en 2003. Pueden proporcionar un notorio impulso temporal. Pero lo más probable es que su efecto sobre una economía de 11 billones\* de dólares sea pasajero. Las restantes reducciones de impuestos disminuyen sobre todo la carga sobre los dividendos y por lo tanto benefician casi exclusivamente a los muy ricos. Su

efecto será más que nada el de aumentar los ahorros y la compra de activos financieros, y no tanto el de aumentar el consumo, pues contribuirán poco a mejorar la demanda

agregada. Como las reducciones de impuestos al nivel federal disminuirán los ingresos fiscales de los gobiernos estatales escasos de dinero, obligándolos a limitar sus gastos y en algunos casos a incrementar sus propios impuestos, probablemente esto compensará en gran medida, aunque no del todo, cualquier estímulo que puedan tener.

En la secuela del 11 de septiembre, el gasto militar aumentó 6% en 2001 y 10% en 2002, lo que hizo

posible que las acciones de los nueve contratistas más grandes de proyectos de defensa del país superaran en un 30% el desempeño de las empresas promedio incluidas en el índice S&P500 en el año que siguió a los ataques contra la torres gemelas del WTC y el Pentágono. El gasto en defensa, que llegó a 65 y el 80% respectivamente de los incrementos totales del gasto federal en estos dos años, sin duda ha contribuido a impulsar la economía hacia delante. Sin embargo, el crecimiento del gasto militar sólo fue responsable cuando mucho por un incremento de 0.75% en total durante 2001 y 2002.

Por supuesto, a medida que la economía se desaceleraba, la combinación de grandes exenciones de impuestos para los ricos y de gigantescos aumentos en el gasto militar hicieron que el gobierno federal tuviera nuevamente saldos rojos. Para el año 2000, gracias al auge especulativo y a grandes ganancias de capital por el alza de las acciones, el presupuesto federal tuvo un saldo positivo de 236 mil millones de dólares. Sin embargo, en sólo dos años y medio había vuelto a tener saldos negativos que ascendían a la enorme cantidad de 450 mil millones de dólares. Como la economía estaba debilitándose, los déficit keynesianos no estaban fuera de lugar. Pero, en vista de que muchos de los motivos del paquete presentado por la administración eran políticos y militares, no es sorprendente que la forma en que ha llevado las finanzas públicas de un excedente a un déficit haya tenido un mínimo de eficiencia como estímulo para el crecimiento económico.

A causa del incremento sostenido del consumo, impulsado por la deuda de los hogares y, en cierta medida, del gobierno, una buena parte de la economía, que no corresponde al sector manufacturero, ha logrado superar la fase de menor crecimiento manteniéndose en buenas condiciones. Incluso en 2001, año de recesión, la tasa de ganancias de toda la economía empresarial no financiera, excluyendo las manufacturas, aumentó un poco, y ha crecido con mucha más rapidez en 2002 y en la primera mitad de 2003. Si se supone que la producción manufacturera ha permanecido más o menos igual en este periodo, el PIB en el sector no agrícola y no manufacturero ha aumentado a una tasa promedio anual superior a 3%. La situación de los empleos es mucho más alarmante. Aunque el empleo en sectores no manufactureros aumentó 230 mil en términos netos entre julio de 2000 y octubre de 2003, todo el beneficio se presentó en las finanzas (306 mil), bienes



raíces (51 mil) y servicios de salud y educación (1 515 000). Si se excluyen estas industrias, otras partes del sector perdieron 1 642 000 empleos. No obstante, no puede negarse que los sectores que están en mejor situación para aprovechar el descenso de las tasas de interés, el acelerado endeudamiento, el gasto de consumo en aumento, el rápido incremento en las exportaciones y los precios cada vez más altos de los activos –es decir, la construcción, el comercio al menudeo y, sobre todo, las finanzas– han tenido muy buen desempeño, impartiendo un carácter distintivo a la trayectoria económica de Estados Unidos en el nuevo milenio

### *Construcción y comercio al menudeo*

La industria de la construcción ha disfrutado ahora de su mayor auge en la época de la posguerra, por razones obvias. La economía ha crecido virtualmente en forma continua durante una docena de años, ejerciendo una presión sin precedentes sobre la oferta de viviendas. Desde mediados de los noventa, sin embargo, el crecimiento del consumo, reforzado por un acceso cada vez más fácil al crédito, se ha incrementado incluso con más rapidez, ampliando los efectos que sobre la demanda de viviendas ha tenido la continuada expansión económica. La consecuencia inevitable ha sido un aumento espectacular en las ventas de casas y en los precios de las mismas. Mientras tanto, el crecimiento de los salarios reales en la construcción –que ha pasado de ser una industria con trabajadores altamente organizados a una en que los sindicatos han perdido importancia– se ha mantenido por debajo de 1% anual durante los últimos diez años. En los quince años previos, entre 1978 y 1993, los salarios reales de la construcción disminuyeron a una tasa anual promedio de 1.1%: un total de 14%. Por consiguiente, la tasa de ganancias de la industria de la construcción se ha elevado como nunca antes, y aumentó por un factor de seis en la década que terminó en 2001, logrando llegar en ese año a un nivel 50% mayor al de cualquier otro momento desde 1945, incluso teniendo en cuenta el prolongado auge de la posguerra.

La prosperidad del comercio al menudeo, al igual que de la industria de la construcción, se basó en más de una década en el recorte de los salarios. Entre 1978 y 1991, la compensación real en este sector bajó a una tasa anual de 1.6%, es decir, 19% en total.

Durante la siguiente década, los comerciantes al menudeo se beneficiaron no sólo de la expansión general de la economía, sino también de un aumento particularmente rápido de los gastos de consumo –compras impulsivas de los *yuppies* motivadas por el “efecto de riqueza”. Fueron favorecidos además por el incontenible aumento del dólar que abarató las importaciones, facilitando el camino para una creciente oleada de todo tipo de mercancías baratas procedentes de China. Entre 1995 y 2002, la República Popular China se convirtió en el principal exportador a Estados Unidos, al pasar las importaciones procedentes de ese país de 44 mil millones a 122 500 millones de dólares, aumentando rápidamente a un ritmo anual de 16%. En este proceso, WalMart –que actualmente es la empresa más grande del mundo– ha tenido un papel principal muy publicitado, realizando hoy no menos de 10% de todas las importaciones procedentes de China, y aprovechando la sobreproducción que es tan común en tantas industrias chinas para exigir precios cada vez más bajos. Pero también a muchos otros vendedores al menudeo de Estados Unidos les ha ido extremadamente bien con este comercio. Entre 1992 y 2001 hubo un aumento de 2.4 millones de empleos en el comercio al menudeo, es decir, 19%. En ese mismo periodo, la tasa de ganancias de ese comercio aumentó cada año, para un total de 57%, incluyendo un aumento de 8% en el año de la recesión de 2001.

### *Finanzas*

La expansión del sector financiero se dio paralelamente a la de la construcción y del comercio al menudeo, pero fue de un orden muy diferente. En el transcurso de los noventa llegó a tomar proporciones verdaderamente revolucionarias, transformando el panorama de la economía estadounidense y prolongándose sin interrupción hasta los primeros años del nuevo milenio. La preferencia por el sector financiero empezó en forma importante con el cambio al monetarismo, las altas tasas de interés, un dólar fuerte y la desregulación financiera a principios de los ochenta. Fue resultado, en particular, de los fracasados esfuerzos durante una década por detener la disminución de la rentabilidad de los sectores no financieros de la economía, en especial las manufacturas, por medio de déficit keynesianos y de un dólar débil. Pero a pesar de las acciones en marcha para li-



berar al sector financiero y de fuertes demandas en el mercado de bonos y en el de acciones durante los ochenta, la impulsiva combinación de fusiones y de adquisiciones motivadas por las deudas, la burbuja de los bienes raíces comerciales y la inflación de los valores, para finales de la década había resultado en graves crisis para los bancos comerciales, los constructores, y las sociedades de ahorro y préstamos y para las propias empresas no financieras.

Todo esto cambió en los noventa, una vez que Greenspan hubo rescatado al sector financiero. Con el inicio de la recesión de 1990-91, Greenspan no sólo bajó en forma impresionante las tasas de interés a corto plazo, permitiéndoles a los bancos seguir cada vez con mejores resultados su política normal de pedir prestado barato a corto plazo y de prestar caro a largo plazo. Además, les permitió a los bancos, en violación a los reglamentos del gobierno, conservar enormes cantidades de bonos a largo plazo –cuyo precio se apreció considerablemente a medida que disminuían las tasas de interés a largo plazo– sin separar fondos para cubrir el riesgo.

Las ganancias del sector financiero se recuperaron casi inmediatamente, y empezaron un vertiginoso ascenso que aún no se ha interrumpido.

Toda tendencia importante de los noventa, económica y política, favoreció a las finanzas. La economía real disfrutaba de un crecimiento continuo. La importancia que le dio Clinton al equilibrio del presupuesto, además del impetuoso aumento del dólar después del Acuerdo Plaza (que revirtió al anterior) –ambos diseñados por Robert Rubin, su zar de la economía, quien anteriormente había sido el ejecutivo principal de Goldman Sachs–, redujeron a un mínimo la inflación y defendieron los rendimientos reales obtenidos por el otorgamiento de préstamos (así como perjudicaron los rendimientos de las manufacturas). Clinton y Rubin llevaron la desregulación bancaria a su conclusión lógica, abriendo el camino para el surgimiento de “supermercados financieros”, los que podían realizar actividades que hasta entonces estaban separadas, por ejemplo, funciones de la banca comercial, y de la banca de inversiones y de seguros, de tal modo que las ganancias aumentaran al máximo y el cliente pudiera llevar a cabo esas operaciones sin necesidad de ir a diferentes instituciones. Ante todo, la burbuja del mercado de valores ofrecía oportunidades hasta entonces no vistas para obtener honorarios y ganancias por supervi-

sar las emisiones de acciones y las fusiones y adquisiciones, a la vez que simultáneamente administraban las finanzas de los préstamos empresariales y de los consumidores. Finalmente, a medida que la década, y la burbuja de los precios de valores, llegaban a su punto culminante, el inicio del aumento en la demanda de viviendas le ofreció al sector financiero otro enorme campo con múltiples oportunidades para obtener beneficios rápidos. Entre 1994 y 2000, las ganancias del sector financiero se duplicaron. Puesto que, en el mismo periodo, las ganancias en el sector empresarial no financiero sólo se incrementaron 30%, las ganancias del sector financiero como proporción del total de ganancias empresariales subieron de 23 a 39%. Al llegar a ese nivel, representaron 75% del aumento de las ganancias empresariales en esos años.

Ni el final de la burbuja de los precios de los valores ni el menor crecimiento a partir de 2000, hicieron mucho para detener el ascenso de las finanzas. La burbuja de las viviendas reemplazó a la de los valores, y los menores costos de la obtención de préstamos hicieron el resto. Las ganancias provenientes en gran medida de los negocios hipotecarios, así como de las operaciones en bonos y en seguros y garantías –todas vinculadas con las tasas de interés decrecientes– le hicieron posible a los bancos y a las compañías de seguros continuar obteniendo ganancias sensacionales, a pesar de la baja considerable en los precios de las acciones y de importantes disminuciones en el incremento de los préstamos obtenidos por las empresas. Entre 2000 y la primera mitad de 2003, el periodo de un crecimiento más lento, las ganancias del sector financiero continuaron aumentando en forma impresionante, tanto en términos absolutos como relativos. Cuando esto ocurrió, llegaron a significar, según Morgan Stanley, cerca de 50% de las ganancias empresariales, y casi 80% del incremento en las ganancias empresariales obtenidas entre 2000 y 2003.

### Contradicciones de una economía impulsada por una burbuja

El cambio de la Reserva Federal hacia una política de mayores facilidades de crédito trajo consigo cierta apariencia de orden a la economía no manufacturera, aumentos adicionales en la rentabilidad de la industria de la construcción y del comercio al menudeo, y la continuación de una expansión sin



precedentes para el sector financiero. Pero esto fue conseguido, en gran medida, por medio –y al costo– de inflar el valor de los activos financieros en general, muy por encima del valor de los activos subyacentes que representan. Las consiguientes burbujas han proporcionado los colaterales requeridos para sostener una obtención cada vez mayor de créditos, de modo que se sostenga el aumento del consumo y el curso de la economía. El resultado ha sido que el crecimiento económico de Estados Unidos en los últimos tres años sea producido por aumentos en la demanda generados por préstamos obtenidos con base en la apreciación especulativa de la riqueza en papel, más que en una demanda generada por mayor inversión y empleo como consecuencia del aumento en las ganancias.

Los precios de los valores, por supuesto, disminuyeron abruptamente a mediados del 2000. Pero su reducción ni siquiera pudo, paradójicamente, iniciar un alineamiento de los valores accionarios con las ganancias subyacentes, porque estas últimas también habían bajado. En octubre de 2002, cuando los precios de los valores llegaron al mínimo, el índice compuesto del S&P500 estaba 42% por debajo de su máximo de julio de 2000; pero el coeficiente del precio (la tasa de rendimiento de la inversión en valores) que ya había disminuido 48% entre su primer pico de 1995 y mediados de 2000, no aumentó en absoluto, y permaneció estancada en aproximadamente 3.7:1 –lo que significaba que las inversiones en valores daban un rendimiento promedio anual de menos de 4%. En ausencia de una política de crédito barato de la Reserva Federal, los precios de las acciones obviamente habrían disminuido mucho más con respecto a las ganancias subyacentes. Pero esto implica que nunca se permitió que reventara la burbuja del precio de los valores

Unos poco meses más tarde esa burbuja empezó una nueva expansión. Desde marzo de 2003 los precios de los bonos aumentaron y las tasas de interés bajaron, aparentemente como una expresión de la debilidad subyacente de la economía. Pero los precios de los valores iniciaron un nuevo ascenso ininterrumpido, y el S&P500 aumentó cerca de 30% en los siguientes ocho meses. Sin duda, esto es lo que la Reserva Federal esperaba. No obstante, en el verano de 2003, según el *Financial Times*, el coeficiente ganancias-precio de las S&P500

había bajado más o menos 10% a 3:1, en comparación con un promedio histórico de aproximadamente 7:1. La Reserva Federal estaba teniendo éxito en evitar que el panorama de los negocios se ensombreciera aún más, pero al hacerlo así, estaba sosteniendo la burbuja del mercado accionario, en vista del colapso de los precios de los valores y el menor crecimiento económico subsiguiente. Una corrección económica importante podía hacer directamente que la economía entrara de nuevo en recesión.

### La burbuja de las viviendas

Al empezar los precios de los valores, a partir de mediados de los noventa, a superar las ganancias empresariales subyacentes y al PIB, los precios de las viviendas comenzaron a crear su propia burbuja. Desde 1975, año en que por primera vez tuvimos datos disponibles, y hasta 1995, los precios de las viviendas aumentaron a una tasa aproximadamente similar a la de los precios al consumidor, por lo que permanecieron más o menos estables en términos reales. Durante la primera mitad de los ochenta, el índice de precios de las viviendas disminuyó cerca de 5-10% por debajo del índice de precios al consumidor (IPC), antes de alcanzarlo de nuevo en 1985; después, entre 1985 y 1990, aumentó aproximadamente 13% por encima de IPC, antes de retornar al nivel de éste en 1995. Por lo tanto, los precios reales de las viviendas en 1995 eran iguales a los de 1985 y 1979. Pero a partir de 1995 y hasta la primera mitad de 2003, el aumento en el índice de los precios de las viviendas excedió al aumento del IPC por más de 35 puntos –un aumento jamás observado históricamente en los costos de la vivienda.

La explicación de esta burbuja de la vivienda parece bastante clara, en vista del momento en que se presentó. Al acumular riqueza por medio del auge del mercado de valores, los accionistas pudieron demandar casas más caras con más rapidez de lo que se podían construir. Luego, al aumentar los precios de las casas, los compradores estuvieron dispuestos a pagar sumas cada vez mayores por los bienes raíces, bajo el supuesto de que los valores continuarían aumentando –igual que en el mercado de valores. Cuando este último sufrió un colapso y terminó el auge en 2000, la burbuja de los bienes raíces fue sostenida en parte por las reducciones que la Reserva Federal dispuso en las tasas de interés, pero también por la transferencia

de fondos del mercado de valores al de viviendas, especialmente en un escenario en que se habían reducido considerablemente los rendimientos por prestar a interés. El aumento en el precio de las viviendas era autosostenible, pues les permitía a los propietarios de casas, a medida que bajaban las tasas de interés, comprar casas aún más caras, lo que mantuvo a la demanda por delante de la oferta.

Así, en sólo cuatro años, la riqueza de los hogares en forma de vivienda aumentó 25%. Pero entre el tiempo del máximo del mercado de valores en 1999 y su caída en el primer trimestre de 2003, los valores de la vivienda aumentaron aun más con mayor rapidez –los precios aumentaron a una tasa anual aproximadamente 5% más alta que el aumento de los precios al consumidor. De hecho, los precios reales de las viviendas aumentaron más durante esos tres años que en cualquier otro periodo comparable del que se tengan registros. En consecuencia, mientras que el valor de las acciones (incluyendo las de fondos mutuos) en poder de los hogares cayó de 12 200 billones a 7 150 billones en este breve intervalo, una disminución de 5 050 billones o sea 44%, el valor de los bienes raíces residenciales propiedad de los hogares aumentó de 10 400 a 13 900 billones, un aumento de 3 500 billones, es decir 35%, y recuperó su lugar anterior como la fuente número uno de la riqueza de los hogares.

Como secuela de esta enorme apreciación del valor de sus casas, los hogares podían obtener fondos impresionantemente mayores vendiendo sus casas a precios que superaban su deuda hipotecaria, refinanciando sus hipotecas, u obteniendo préstamos sobre el valor no comprometido de sus viviendas –con enormes consecuencias para el aumento del consumo y a su vez, del PIB. Entre 1990 y 1997, el valor excedente de sus viviendas sobre los compromisos de los hogares fue en promedio 150 mil millones de dólares al año, pero al expandirse la burbuja en los tres últimos años de la década, esta cifra se duplicó hasta cerca de los 300 mil millones anuales en 1998, 1999 y 2000. En 2001, 2002 y la primera mitad de 2003, las ventas de casas establecieron un nuevo máximo sin precedentes al ascender a 6 200, 6 600 y 7 mil billones (anualizadas) de dólares. Igual ocurrió con el refinanciamiento de hipotecas, con 1 200 billones, 1 600 y 3 000 billones de dólares, respectivamente. Así, en esos mismos tres años el efectivo obtenido por medio de préstamos hipotecarios llegó a niveles nunca antes vistos: 420 mil millones, 600

mil y 716 mil millones respectivamente. En 2001, 2002 y la primera mitad de 2003, la obtención de efectivo por hipotecas sobre el excedente no comprometido con anterioridad fue equivalente, respectivamente, a unos impresionantes 5, 7.7 y 9% del ingreso disponible personal en Estados Unidos –por lo que jugaron un importante papel para sostener el gasto en consumo, en vista de la radical disminución del incremento en el consumo. De acuerdo con la Reserva Federal, los hogares han usado casi un 50% del efectivo obtenido para aumentar sus gastos de consumo –y, en el caso de algunas familias muy presionadas económicamente, incluso sus gastos generales básicos. Mientras tanto, cerca de una tercera parte del efectivo se usa para pagar el mayor costo de las tarjetas de crédito y otras deudas a plazos, lo que libera ingreso para más consumo. El efectivo restante se destina a financiar otras inversiones, por lo general activos en bienes raíces, lo que contribuye al aumento de la demanda de casas, de los precios y a su vez, del valor neto de las viviendas.

Desde finales de 2000, el dinero obtenido mediante el refinanciamiento de hipotecas ha sido responsable, por sí solo, de por lo menos 20% del aumento total del PIB. Si se tiene en cuenta el dinero recibido por las ventas de casas y la obtención de segundas hipotecas, así como gastos de inversión en residencias y compras de aparatos y mobiliario domésticos, los mercados de viviendas e hipotecario han generado, en total, no menos de dos terceras partes del crecimiento del PIB entre 2000 y la primera mitad de 2003. Esto significa que, en ausencia de estos aportes del sector vivienda, el crecimiento anual promedio del PIB en este periodo habría sido de sólo 0.6%, en vez de 1.7 % que realmente ocurrió.

A pesar de todo, es difícil ver de qué manera la obtención de efectivo en esta escala no disminuirá significativamente en el futuro no tan lejano. Porque la inflación de los precios de los bienes raíces parece destinada a perder su aceleración, en tanto es muy probable que las tasas de interés –que hoy se encuentran cerca de los mínimos de la posguerra– tiendan a aumentar, lo que limitará el campo para los retiros de efectivo. Lo mismo puede decirse de la propensión de los propietarios de viviendas a obtener préstamos, la que probablemente disminuirá, pues el valor no comprometido de las viviendas de los hogares se ha reducido, a mediados de 2003, a un nivel mínimo de 54% del precio de las mismas, sin precedentes en la posguerra, desde un nivel del

60% hace una década; mientras tanto, su deuda como porcentaje del ingreso de los hogares ha subido hasta 110%, algo que nunca antes había ocurrido, a partir del 90% que tenían en fecha tan reciente como 1995. Pero si los préstamos que obtienen los hogares aumentan a un ritmo más lento, el incremento de los gastos de consumo, que hasta ahora han sido la clave de una economía saludable, se verá fuertemente afectado. Como lo expresó suavemente Greenspan: "el frenético paso de la obtención de efectivo con base en los valores de las viviendas en el último año [2002] probablemente se hará más lento en 2003, lo que posiblemente debilitará el apoyo a las compras de bienes y servicios."

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

Al fortalecer al gasto del consumidor, en especial por medio de la burbuja de las viviendas impulsada por el endeudamiento, el régimen de crédito fácil de la Reserva Federal le hizo posible a los estadounidenses aumentar continuamente sus importaciones entre el año 2000 y 2003, aun cuando las exportaciones de Estados Unidos disminuían debido a la pérdida de poder adquisitivo en el resto del mundo. La consecuencia ha sido la prolongación y profundización de un patrón de desarrollo económico internacional que se remonta a la primera mitad de la década de los ochenta, durante la cual un fuerte aumento en las importaciones de manufacturas por parte de Estados Unidos y en el déficit comercial incrementaron considerablemente el déficit en cuenta corriente, ampliaron las obligaciones del país con el exterior y propiciaron en gran parte del resto del mundo el crecimiento impulsado por las exportaciones, sobre todo en Asia oriental.

Este patrón se inició en 1979-80 cuando los países se alejaron de la expansión keynesiana hacia la contracción monetarista como un medio de combatir la disminución de la rentabilidad que continuaba afectando a las economías capitalistas avanzadas, especialmente en las manufacturas. El subsiguiente aumento abrupto en las tasas de interés, la reducción en el incremento del gasto social, y la represión de las mejoras en los salarios sí favorecieron la desaparición de los medios de producción redundantes, de alto costo y baja rentabilidad y, de ese modo, contribuyeron a la recuperación de la rentabilidad en todo el sistema. Pero estas mismas fuerzas también trajeron consigo un importante decremento en el aumento

del gasto del gobierno y del gasto de los consumidores que, aunado a un menor crecimiento de la inversión, limitaron la demanda agregada, inhibiendo cualquier mejoría en la rentabilidad y exacerbando la lentitud del crecimiento. En vista de los estancados mercados internos y de las limitaciones adicionales al gasto deficitario producto de la desregulación financiera, el crecimiento en la mayoría del mundo capitalista avanzado llegó a depender cada vez más del aumento de las exportaciones manufactureras. Pero la generalización cada vez mayor del crecimiento basado en las exportaciones en todo el mundo sólo agravó la tendencia subyacente a la capacidad excesiva en las manufacturas internacionales, que, si se la ignoraba, habría terminado, más temprano que tarde, por afectar a toda la economía mundial.

Fue en estas condiciones de estancamiento de todo el sistema que el impetuoso aumento de la deuda de Estados Unidos, en combinación con un dólar en pleno aumento, se convirtió en el impulso central que hacía funcionar a la economía mundial. En términos sencillos, desde principios de los ochenta, el sistema ha avanzado mediante el aumento del déficit en cuenta corriente de Estados Unidos lo que, por una parte, ha conducido a una acumulación cada vez mayor de obligaciones de EU con el resto del mundo, y por otra, a un incremento de la capacidad excedente en el sector manufacturero internacional. Todavía en 1979-80, Estados Unidos tenía superávit en el comercio de manufacturas y, aparte de las importaciones de petróleo, también gozaba de superávit comerciales generales. Pero, después de 1981, las tasas de interés de Estados Unidos aumentaron considerablemente, el valor del dólar inició su aumento y los déficit del país, federales y privados, alcanzaron niveles sin precedentes en cada año.

En consecuencia, el sector manufacturero estadounidense padeció la peor crisis de su historia durante la posguerra. Ya en 1987, con las exportaciones estancadas y las importaciones aumentando aceleradamente, la balanza comercial de las manufacturas había llegado a un nivel nunca antes visto de 120 mil millones de saldo negativo y el déficit en cuenta corriente llegaba al 3.4% del PIB, lo que no tenía precedentes. Desde otro punto de vista, las mayores importaciones de manufacturas por parte de Estados Unidos tuvieron una importancia central para sacar a la economía mundial de la profunda recesión de principios de los ochenta y reforzar una nueva fase cíclica ascendente.





Lo indispensables que eran los préstamos de Estados Unidos y el fortalecimiento de la moneda para el dinamismo de la economía global quedó plenamente demostrado a partir de la segunda mitad de los ochenta. A medida que el dólar empezó a caer en forma abrupta desde 1985, y cuando los préstamos obtenidos por el sector privado colapsaron temporalmente durante la recesión de 1990-91 y los déficit públicos empezaron a desaparecer desde 1993, el déficit comercial de EU en las manufacturas disminuyó considerablemente a 57 mil millones (en promedio) en 1992-93 y se eliminó temporalmente el déficit en cuenta corriente. La consecuencia fue que, durante la primera mitad de los noventa, las economías capitalistas avanzadas tuvieron su peor desempeño en toda la época de la posguerra (con exclusión de Estados Unidos y los nuevos países industrializados de Asia oriental, cuyas monedas estaban vinculadas con el depreciado dólar).

Entre mediados de la década de los noventa y finales del siglo, se presentó otra adversidad. El sorprendente aumento de los préstamos obtenidos por las empresas y los hogares, consecuencia de la burbuja del mercado de valores, aunado a un nuevo fortalecimiento del dólar, asumió el papel que antes tenían los déficit públicos para proporcionar el subsidio a la demanda que se necesitaba para impulsar no sólo a la economía estadounidense, sino a la economía mundial en su totalidad, propiciando una verdadera oleada de importaciones de manufacturas por parte de Estados Unidos. Éstas pasaron de 480 mil millones de dólares en 1993 a 1 billón en el año 2000, aumentando a más del doble en sólo siete años, a la vez que incrementaron su proporción respecto de la producción manufacturera en un 50%. Ya en 1995, el déficit comercial en las manufacturas había pasado repentinamente a 145 mil millones de dólares. Llegó a 271 mil millones en 1999, y aumentó a 369 mil millones en 2002. Así, representó, por sí solo, aproximadamente 60% del gigantesco incremento en el déficit de la cuenta corriente de EU entre 1996 y 2002, y las tres cuartas partes de su magnitud absoluta en 2002.

En la segunda mitad de la década de los noventa, el propio déficit en cuenta corriente se cuadruplicó y triplicó como porcentaje del PIB, alcanzando cifras sin precedente casi todos los años. Entre 2000 y mediados de 2003, aumentó otro 20% para una cifra nunca antes alcanzada de 544 mil millones de dólares, cinco veces su nivel en 1995. Cuando esto ocu-

rió, agravó profundamente las dificultades del sector manufacturero estadounidense y proporcionó un estímulo indispensable al resto de la economía mundial –sacando a Europa y a Japón de su letargo después de 1995; salvó a gran parte de Asia oriental (y al resto del mundo) de una situación muy cercana al colapso en 1997-98; rescató a América Latina de las profundas crisis de 1994-95, y de nuevo de las de 1998-99; y finalmente mantuvo a raya a la depresión global desde el 2001 hasta el presente.

Por supuesto, el aumento en el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos ha dependido de la disposición del resto del mundo a conservar deudas y activos estadounidenses cada vez mayores, financiando de hecho el consumo estadounidense para hacer posible que su propia producción y exportación de manufacturas continúe aumentando. Durante el auge y la burbuja de la segunda mitad de los noventa, los inversionistas del exterior estaban más que dispuestos a financiar el déficit en cuenta corriente estadounidense. Como esperaban buenas ganancias de las empresas y una apreciación continua de los activos, realizaron grandes inversiones directas en Estados Unidos y compraron enormes cantidades de valores y bonos de las empresas, lo que contribuyó a que el dólar se apreciara aún más –una burbuja del dólar que acompañó y en gran medida fue creada por la burbuja de los precios de los activos. Entre 1995 y 2000, al aumentar vertiginosamente el déficit en cuenta corriente, el total de activos brutos de EU en poder del resto del mundo aumentó de 3 400 a 6 400 billones de dólares, esto es, 75% del PIB de EU. Pero cuando la economía estadounidense empezó a crecer más lentamente y el mercado de valores se debilitó a mediados de 2002, los inversionistas privados del resto del mundo encontraron menos atractivos esos activos. Las compras de bonos de las empresas y de la Tesorería, así como los bonos vendidos por agencias como Fannie Mae y Freddy Mac, continuaron creciendo con rapidez. Pero tanto las compras de valores por el resto del mundo como la inversión extranjera directa disminuyeron repentinamente –las primeras bajaron de un promedio de 153 mil millones de dólares en 1999 y en 2000, a 65 000 millones para 2001 y hasta la primera mitad de 2003; las segundas disminuyeron de 306 000 millones a 86 mil millones en el mismo periodo. Los europeos, en particular, fueron los que se deshicieron de los activos estadounidenses. Luego de alcanzar su máximo en el año que terminó en octubre del 2000 con



115 600 millones de dólares, las compras de valores de Estados Unidos por la zona del euro sufrieron un colapso que las dejó en 4 900 millones en el año que terminó en abril de 2003. Esto dio como resultado inevitables presiones a la baja sobre el dólar, intensificadas por las mayores tasas de interés en Europa. Entre principios de 2001 y mediados de 2003, el dólar bajó 37 puntos porcentuales en comparación con el euro, de los cuales 27% ocurrió en el año que terminó en junio de 2003.

La caída del dólar frente al euro tenderá, en el supuesto de que todo lo demás no cambie (*ceteris paribus*), a facilitar las exportaciones de Estados Unidos y dificultará sus importaciones. Pero en las condiciones actuales podría ocurrir que no produjera mejoras significativas ni en el comercio internacional de Estados Unidos ni en su déficit en cuenta corriente, a la vez que crea el riesgo de socavar a las economías europeas. El empeoramiento de la recesión en la Unión Europea reducirá su demanda de bienes de Estados Unidos, lo que compensará gran parte del beneficio esperado para los exportadores estadounidenses por la baja del dólar. Entre 2001 y la primera mitad de 2003, el déficit comercial de Estados Unidos con Europa en realidad aumentó más de una cuarta parte, de 34 300 millones a 43 400 millones de dólares. Si el dólar continuara cayendo como consecuencia de esta brecha en expansión, la Reserva Federal puede enfrentarse a una difícil elección: o dejar caer al dólar y arriesgarse a una liquidación general de propiedades estadounidenses por los inversionistas extranjeros –que podrían provocar el pánico en los mercados de activos y crear una presión muy fuerte sobre el dólar– o elevar las tasas de interés y arriesgarse a que esto nuevamente lleve a la economía interna a una recesión.

### Las políticas de los países del Asia oriental

En realidad, hasta ahora la disminución del tipo de cambio del dólar ponderada por el comercio general ha estado limitada aproximadamente a 11%. Porque su disminución ha sido casi totalmente frente al euro y sólo en pequeña medida en relación con las monedas de Asia oriental. Esto a pesar de que esta última región ha representado una parte desproporcionada de los déficit comercial y en cuenta corriente de Estados Unidos, que han aumentado más de 100 mil millones al año con Japón y China. Las razón de que el dólar se haya sostenido frente a las monedas de Asia

es que, conducidos por Japón y China (incluyendo a Hong Kong y Corea del Sur), los gobiernos de Asia oriental han conformado desde hace bastante tiempo una política de reciclar sus excedentes en la cuenta corriente hacia activos denominados en dólares para conservar bajas sus propias monedas. Hoy, Asia oriental conserva 1 600 billones de dólares en sus reservas, 70% del total mundial, lo que es un fuerte aumento respecto al 30% que tenían en 1990. Al entrar Estados Unidos en una fase de lento crecimiento, y aumentar aún más su déficit en cuenta corriente, China, Japón y Corea del Sur participaron en los mercados de divisas como nunca antes, aumentando la propiedad combinada de valores de la Tesorería de 512 mil millones a 696 mil millones de dólares en el breve periodo de diciembre de 2001 a junio de 2003. De hecho, se estima que durante los primeros diez meses de 2003, Japón y China por sí solos cubrieron 55% del déficit en cuenta corriente de Estados Unidos, y que compraron 150 mil millones y 100 mil millones, respectivamente.

Por supuesto, los gobiernos de Asia oriental no han seguido esta ruta por razones altruistas, sino para sostener el rápido crecimiento de las exportaciones manufactureras de sus países a Estados Unidos. No obstante, al cerrar la brecha financiera que hubiera generado la creciente disparidad entre las exportaciones y las importaciones de este país, los gobiernos de Asia oriental han logrado nada menos que la estabilización de la economía estadounidense. Si no hubieran realizado sus compras, las políticas hiperexpansionistas de la Reserva Federal y de la administración de Bush habrían producido, casi con toda seguridad, una importante caída del dólar, que habría llevado a la disminución de los precios de los activos y al aumento de los costos de los préstamos, haciendo así que EU, Asia y el resto del mundo volvieran a caer en la recesión. A pesar de lo anterior, es difícil ver de qué manera puede esta simbiosis sostenerse por mucho tiempo.

Porque aunque los gobiernos de Asia oriental tuvieran la capacidad y el deseo de continuar comprando activos denominados en dólares para mantener bajas sus propias monedas –y subsidiar así las exportaciones de sus manufacturas–, este proceso no puede subsistir por mucho tiempo, porque entonces el resultado sería mantener deprimidas las exportaciones de Estados Unidos, país que a la vez aumentaría sus importaciones, presionando todavía más su déficit en cuenta corriente e impulsando incluso mayo-



res inversiones de Asia oriental en activos financieros de ese país, con implicaciones ominosas para las economías estadounidense y global. Por una parte, el ingreso de fondos de Asia oriental a los mercados financieros de Estados Unidos, al reducir el costo de los préstamos, fortalecería, directa o indirectamente, las actuales burbujas de los precios de los activos en valores y en bienes raíces. Por otra parte, el aumento de las exportaciones provenientes de Asia oriental –favorecido por un dólar alto y una demanda estadounidense subsidiada por el gobierno– debilitará aún más a la industria de Estados Unidos, a la vez que agravaría a nivel global el exceso de capacidad en las manufacturas. Por supuesto, éste es en gran medida el mismo síndrome –de precios en aumento de los activos y de sobreproducción manufacturera– que está afectando persistentemente a la economía mundial y a su componente estadounidense por medio del auge envuelto en burbujas y del menor crecimiento que lo ha seguido. Es un camino que lleva a la autodestrucción, en que el aumento inexorable de las obligaciones de EU con el resto del mundo le hace posible a las otras economías crecer por medio de exportaciones que se generan a costa del poder productivo estadounidense –y por lo tanto de su capacidad para cumplir con esas obligaciones–; proceso que ya ha llevado a un colapso del mercado de valores y a una recesión.

### ¿Una base para el auge?

Entre mediados de 2000 y mediados de 2003, con el fin de mantener funcionando a la economía mientras se eliminaba el exceso de capacidad y se volviera de nuevo a invertir y a crear empleos, las autoridades económicas iniciaron el mayor estímulo macroeconómico en la historia de Estados Unidos. La Reserva Federal disminuyó su tasa a corto plazo de 6.5 a 1.0%, el nivel más bajo desde 1958 (incluyendo las reducciones de noviembre de 2002 y de junio de 2003). Al mismo tiempo, la situación fiscal del gobierno pasó de un excedente de 1.4% del PIB a un déficit proyectado de 4.5%, es decir, 450 mil millones de dólares. Durante el mismo intervalo de tiempo, el valor del dólar, ponderado por el comercio exterior, bajó más de 10%. No obstante, a pesar de este ingente estímulo, la economía casi no se inmutó. Durante la primera mitad de 2003, los gastos reales anualizados en fábricas, equipo y *software*, todavía no aumentaban. En el mismo periodo, el crecimiento anualizado del PIB, 2.35%, fue

un poco menor que el de 2002. Habría sido una tercera parte menor, justo 1.5%, de no ser por el gigantesco e insostenible incremento en los gastos militares por Irak, que originaron más de la mitad del crecimiento de 3.3% de la economía en el segundo trimestre. Mientras tanto, el desempleo aumentó 6.2% –más de 8%, si se incluyen las desalentadas personas que ya habían dejado de buscar empleo– y los empleos seguían desapareciendo a una tasa alarmante. En julio de 2003, la economía no agrícola perdió 57 mil plazas –después de perder 83 mil y 76 mil en junio y mayo, respectivamente– y el empleo no agrícola estaba 358 mil trabajadores por debajo de su nivel de julio de 2002. La disparidad entre el estímulo y los resultados parecía ser una expresión directa de la debilidad subyacente de la economía –por sus problemas aún no resueltos de capacidad excesiva y fragilidad financiera de las empresas.

A pesar de todo, ya para el otoño de 2003, la economía ciertamente se estaba acelerando. El PIB aumentó con rapidez a un 8.2% anualizado, la mayor cifra trimestral desde 1984. Igualmente significativo es que los empleos pasaron de la disminución al aumento, a una tasa de 100 mil personas por mes en septiembre y octubre. Para completar el panorama, la inversión no residencial reaccionó a una tasa de 14%, la más alta desde inicios de 2000. Parecía que la economía había despegado repentinamente.

### La aceleración actual

Puede ser que, en retrospectiva, el tercer trimestre de 2003 marque el inicio de una inflexión cíclica ascendente. No obstante, a pesar de los espectaculares números, dignos de encabezados, no está claro que el avance de la economía estadounidense en el tercer trimestre terminara en definitiva con su dependencia de las burbujas, la deuda y el consumo. Una vez más, el gasto personal en consumo, que se expandió a una tasa espectacular de 6.4% –incluyendo un enorme incremento de 26.9% en los bienes duraderos– se encontraba en el centro de la expansión. Junto con el aumento en la inversión residencial, generó 75% del incremento total del PIB. ¿Qué fue lo que impulsó al consumo personal? Ciertamente no fue la compensación real por hora (excluyendo a los autoempleados), que de hecho disminuyó, en el trimestre, 0.2% para toda la economía, con el resultado de que la compensación real total anualizada para los primeros tres trimestres de 2003, en reali-

dad disminuyó un poco en comparación con la de 2002. Lo que puso dinero en los bolsillos de los consumidores fue, ante todo, la enorme cantidad de efectivo que obtuvieron los hogares que se financiaron con hipotecas. Durante la primera mitad de 2003, éstas llegaron a ser aproximadamente 7% del PIB, y tienen que haber desempeñado un papel central en la racha de compras del tercer trimestre. Las reducciones de impuestos de la administración Bush en 2003, fueron sin duda de importancia central, pues pusieron a disposición de las personas cerca de 25 mil millones en el tercer trimestre –una impresionante suma de 100 mil millones de dólares sobre una base anualizada. En tanto que el ingreso personal antes de los impuestos aumentó 1% durante este trimestre, el ingreso personal después del pago de impuestos aumentó un sorprendente 7.2 por ciento.


Pero ¿qué ocurre con la inversión, que en última instancia es la variable decisiva? Un aumento de 14% es impresionante por sí solo y, si se le considera junto con el incremento de 7% de los trimestres previos, puede ser un buen augurio para el futuro. No obstante, con toda seguridad buena parte de este incremento fue impulsado por la ley de impuestos de 2003, que les permite a las empresas una depreciación acelerada, pero sólo si la han hecho antes de que termine 2004. En cualquier caso, la inversión en capital fijo no residencial anualizada en el tercer trimestre fue sólo 4.1% mayor que en 2002 y continuaba siendo 1.8 y 6.9% menor que las de 2001 y de 2000, respectivamente. Esto no es todavía una evidencia de auge en la acumulación de capital. Los considerables aumentos en la ocupación en el tercer trimestre, después de tres años de continua disminución, fueron sin duda la señal más prometedora de la economía, y quizás indiquen un cambio en las tendencias. Pero aún así, no eran lo suficientemente grandes para compensar el número de personas que ingresaban al mercado de trabajo, y reducir el desempleo, o para producir cualquier incremento significativo en la compensación real total y de esa manera aumentar la demanda. Está claro que aún hay mucho camino por recorrer si se quiere superar la peor recuperación cíclica del empleo en la era de la posguerra. En los 23 meses que siguieron al final oficial de la recesión en noviembre de 2001, el empleo en el sector privado disminuyó adicionalmente en 919 mil plazas, y casi todo sector tuvo pérdidas importantes. De no ser por un aumento de 753 mil empleos en la educa-

ción y en los servicios de salud, las pérdidas de trabajo en este periodo de ostensible recuperación habrían superado el millón y medio. En el punto análogo de la “recuperación sin empleos” después del punto más bajo en marzo de la recesión de 1990-1991, es decir, enero-febrero de 1993, la economía estaba generando 277 mil empleos por mes, más del doble de los 125 mil que se crearon en septiembre-octubre de 2003.

### ¿Un aumento sustentable de la rentabilidad?

La condición necesaria, aunque no suficiente, para gastos significativamente mayores y sustentables en fábricas, equipo y nuevos empleos es, por supuesto, un incremento considerable y duradero en la rentabilidad –el factor crítico ausente en el auge de los noventa. De hecho, la rentabilidad, hasta ahora, ha tenido un aumento sustancial a partir de su punto más bajo –en menos tiempo que después de la recesión de 1990-91. La tasa de ganancias de las empresas no financieras en los tres primeros trimestres de 2003 alcanzaron un nivel de más de 21% de la obtenida en 2001, quedando sólo un 10% por debajo del máximo de 1997. Con esto, más o menos llegó al nivel promedio de rentabilidad para todo el ciclo económico de los noventa. Éste es un desarrollo significativo. Sin embargo, se recordará que la tasa promedio de ganancias para el ciclo de los noventa apenas superó a las de los setenta y los ochenta, permaneciendo aproximadamente un 20% por debajo de los niveles de las del auge de la posguerra, y demostrando ser insuficiente para fundamentar un cambio decisivo respecto a la tendencia a la baja a largo plazo. Para que la economía pueda sostener un nuevo auge mediante incrementos perdurables en la inversión y el empleo, el impresionante ascenso de la rentabilidad que empezó a mediados de los ochenta pero que se agotó después de mediados de los noventa debe, en efecto, partir de donde se interrumpió y subir mucho más. La doble pregunta que por lo tanto es preciso hacer es si la recuperación actual, hasta ahora dinámica, de la tasa de ganancias puede a la vez continuar y proporcionar la base para incrementos sostenidos de la inversión y el empleo –en vista de que, hasta ahora, ha dependido de la intensificación de la explotación de la fuerza de trabajo de Estados Unidos, la más vulnerable en el mundo capitalista avanzado.

Con la ausencia de crecimiento en la producción hasta fechas recientes, el incremento en la productividad se ha debido principalmente a la ampliación de la brecha entre la producción de los trabajadores por hora y lo que se les paga por ese tiempo. Las cifras del aumento de la producción por hora han sido impresionantes: 6.4% para 2002, 4.35 para la primera mitad de 2003, y 5% en los primeros tres trimestres de 2003 para la economía empresarial no financiera, luego de un 2% en 2001 –mientras que los salarios reales por hora en los mismos periodos aumentaron sólo 1.9 y 0.9%, respectivamente, después de un incremento de 0.3% en 2001. Por esto, algunos destacados analistas están afirmando que el milagro del aumento de la productividad que nunca se llegó a materializar en los noventa –aunque la producción por hora aumentó notablemente– ahora ya es una realidad. Así, implícitamente dicen que ha abierto, si todo el entorno económico permanece igual, un camino a la recuperación de la rentabilidad.

 Pero esa deducción es prematura, en el mejor de los casos. Su talón de Aquiles es obvio: hasta ahora, los incrementos en la producción por hora han ocurrido junto con una notoria *disminución* del crecimiento de la inversión, esto es, la introducción de más y mejores fábricas, equipo y *software*. Entre 1995 y el año 2000, la existencia de capital del sector empresarial no financiero aumentó a 3.9% anual, pero fue capaz de producir progresos tecnológicos que bastaron para rendir ganancias justo de 2.6% en la producción por hora anual.

¿Puede creerse que, a pesar de una reducción de más de 50% en la tasa de crecimiento de la existencia de capital en 2001, 2002 y la primera mitad de 2003 –a 1.8%– el progreso tecnológico de repente trajo consigo mejoras en la productividad que fueron casi del doble?

La explicación alternativa obvia, y más creíble, es que los aumentos registrados en la productividad representan no tanto un incremento de la eficiencia –más producción con los mismos insumos de trabajo– sino más insumos de trabajo por hora, o sea, acelerar y “alargar” el trabajo. Esa intensificación del trabajo no sólo rinde mayores ganancias, sino también –lo que es muy significativo– mayores tasas de ganancias, pues los beneficios adicionales se extraen sin necesidad de aumentar la existencia de capital. De hecho, en 2002 y la primera mitad de 2003, la existencia de capital empresarial no financiero (en

términos nominales) apenas aumentó, lo que nos indica que casi todo el aumento en la rentabilidad en este periodo fue obtenido sin gastar nada en mejoras a las fábricas y al equipo.

### *Empleos e inversión*

Lo que parece haber sucedido es que, para reducir los costos, las empresas redujeron el empleo considerablemente –2.1% al año entre 2000 y la primera mitad de 2003 en la economía empresarial no financiera– deshaciéndose de sus insumos de mano de obra menos productiva y aumentando así la productividad promedio de la que conservaron. Como secuela de estas reducciones de empleados, los patrones obtuvieron el resto de los aumentos registrados en la producción por hora obligando a intensificar su trabajo a la mano de obra restante. Parece significativo que las mayores mejoras en la productividad sectorial en 2002 –6.4%– se registraron en el sector manufacturero, en donde la producción en realidad bajó 1.1% y la reducción de la fuerza de trabajo fue más extrema: una disminución del empleo en 7%, medido en horas. Como concluye francamente la revista *Business Week*: “después de varios arranques falsos, muchos jefes empresariales se siguen mostrando cautelosos, en especial cuando se trata de contratar personal. Hasta ahora, las compañías han podido satisfacer los pedidos que reciben por sus productos haciendo trabajar más duro a sus empleados.”

No obstante, es difícil saber qué tan lejos pueden llegar las empresas aumentando sus ganancias mediante la extracción de más trabajo por hora, o día, de sus empleados. Además, una vez que las empresas empiecen a pagar por los aumentos en la productividad, y por lo tanto en las ganancias, incrementando su existencia de capital (planta fabril, equipo y *software*) –en vez de obtenerlo sin cargos intensificando el trabajo– será más difícil mejorar la tasa de ganancias. Por lo tanto, los despidos adicionales y la intensificación del trabajo, así como una menor tasa de incremento de los salarios, sólo pueden prolongar el debilitamiento de la demanda agregada que ha estado presionando hacia abajo a la economía estadounidense, lo que desalienta la inversión. En los 22 meses que siguieron al final formal de las seis recesiones previas, el empleo aumentó en promedio 5% y la compensación total en 9%. Pero en el mismo lapso temporal que siguió a noviembre de 2001 hasta la última recesión, las nóminas se contrajeron 1%, lo que dejó sin cambios la compensación privada real de la economía no agrícola.

El estancamiento de la demanda se ha debido no sólo a la eliminación de empleos y a la renuencia a invertir, sino también al lento paso de la creación de nuevos empleos. En el curso de 2002, las pérdidas de empleos se redujeron notoriamente. Pero igual sucedió con la creación de nuevas plazas. En realidad, el número de empleos creados en 2002 fue incluso menor que los creados durante la recesión del año 2001, llegando a su nivel más bajo desde 1995. En las recesiones previas de la posguerra, siempre fueron causadas por contracciones de la demanda al subir la Reserva Federal las tasas de interés, las empresas tendieron a mantener estrechas relaciones con sus anteriores empleados, en la expectativa de que la demanda se reanimaría cuando la Reserva facilitara el crédito. De esa manera, los despidos tendían a ser "cíclicos", presentándose una rápida creación de empleos después del punto mínimo de una recesión, creando así demanda para el aumento adicional del empleo. Durante los últimos seis ciclos económicos, en la fase ascendente cíclica que siguió al punto más bajo de la recesión, en promedio 50% de la reanimación del empleo ocurrió en las mismas industrias en que había disminuido durante la fase descendente cíclica. En la actual coyuntura, se ha estado muy lejos de este patrón. Las industrias que perdieron empleos durante la recesión han continuado perdiéndolos en la recuperación, mientras que —la otra cara de la moneda— un 70% de las nuevas contrataciones han sido "estructurales", ocurriendo en industrias diferentes de aquellas en que se presentaron los despidos. Está claro que es mucho mayor el riesgo de crear empleos totalmente nuevos que renovar los antiguos.

Este patrón, por supuesto, es justo el que uno esperaría de una fase de crecimiento más lento debida, como ésta, a la creación durante un largo periodo de un exceso de capacidad en todo el sistema de manufacturas, agravado por el efecto de riqueza de la burbuja del precio de los activos de 1995 a 2000. En el curso de los noventa se crearon cada vez más trabajos para los que no había esperanza de que los sostuviera el crecimiento de la demanda, excepto en el más breve de los plazos cortos. Sólo las industrias de alta tecnología, que representaban casi 8% del PIB, representaron una tercera parte del incremento total de éste durante la segunda mitad de la década de los noventa. Gran parte de esa producción resultó superflua —imposible de vender con ganancia—, con la consecuencia de que en 2002 y 2003, se perdieron 750 mil empleos, esto es, 12% del empleo total al

terminar el año 2001. Muchos de estos nunca volverán a reabrirse, y de los que reaparezcan, un número significativo estará basado en el exterior como consecuencia de la maquila. Las plataformas de manufactura en lugares de mano de obra barata no sólo están proliferando con mucha rapidez, especialmente en China, gracias a la digitalización y a las mejores comunicaciones, sino que también los trabajos de oficina (*white collar*) y del sector de servicios están siendo relocalizados cada vez más, sobre todo en la India. Esto implica que en Estados Unidos tendrá que crearse todo un nuevo conjunto de empleos. Pero ¿de dónde surgirá la demanda por éstos, en vista de que la propia creación de empleos es un aspecto tan central de la creación de la demanda? Pareciera que la economía enfrenta un importante problema de coordinación, pues las industrias de la nueva economía que se suponía darían el impulso necesario no han podido hacerlo así.

El gran estímulo proporcionado por la Reserva en realidad pudo haber agravado el problema, al detener la eliminación de empresas de alto costo y pocas utilidades que se habría llevado a cabo por bancarrotas o fusiones. En el tercer trimestre de 2003, después de casi tres años de lento crecimiento, la utilización de la capacidad en las manufacturas fue de 72.9% (y en las industrias de alta tecnología era bastante menor). Esto fue mucho menos que en cualquier otro trimestre de 2001 y de 2002 —de hecho, más baja que en cualquier otro trimestre del periodo de la posguerra, excepto en 1982-83 y 1975. Obviamente esto reduce la motivación para invertir en nuevas fábricas, equipo y *software* o para contratar más empleados.

## Conclusión

Durante los primeros seis meses de 2003 la economía perdió su impulso. Como parecía que la Reserva se comprometía a mantener bajo el costo de los préstamos, las tasas de interés a largo plazo cayeron abruptamente casi hasta los niveles más bajos de la posguerra y los inversionistas que buscaban mayores rendimientos se fueron abrumadoramente sobre el mercado de bonos. Pero, cuando la Reserva anunció —inmediatamente después de una intensa campaña por evitar la caída de los precios— que en su opinión el panorama económico estaba mejorando, el mercado de bonos hasta entonces sujeto a una intensa demanda, invirtió intempestivamente su tendencia y

las tasas a largo plazo ascendieron con una rapidez no vista en muchos años. Durante el verano los precios de los bonos se estabilizaron. Pero persistió la ansiedad de que esto podría ser sólo el principio —que las tasas de interés no se corregirían por sí solas, sino que continuarían aumentando, a medida que el mayor crecimiento resultara en mayores precios y una mayor necesidad de crédito. Si eso pasara, representaría un grave riesgo para los precios de las acciones y los préstamos hipotecarios, amenazando con desintegrar la recuperación.

Desafiando el pesimista pronóstico del mercado de bonos, el mercado accionario subió sin cesar durante la mayor parte de 2003. Entre su punto más bajo en febrero-marzo de 2003 y octubre de ese año, el S&P500 tuvo un notable incremento de 33%, lo que contribuyó a fortalecer la confianza. No obstante, al hacerlo así, su coeficiente precio-ganancias subió en forma impresionante a 35:1, muy cerca del mayor nivel durante la burbuja de finales de los noventa. ¿Puede el mercado subir mucho más? Los principales ejecutivos empezaron a expresar sus dudas. En otoño de 2003, el coeficiente de ventas de acciones por agentes conocedores de la opinión de los directivos empresariales respecto a las compras de ese mismo grupo, llegó a un nivel nunca antes visto, 6:1. Aunque el mercado de acciones parece haber reflejado en sus precios el reciente aumento en las ganancias de las empresas, incrementos adicionales en las ganancias de las compañías pueden hacer, incluso en mayor medida, que los precios de los valores aumenten aún más; sin embargo, éstos a la vez parecen haberse tornado cada vez más vulnerables a los "choques", especialmente a los aumentos en las tasas de interés o a las bajas del dólar, que llevan a la corrección.

El auge del financiamiento hipotecario ha sido impulsado, por supuesto, por la importante baja en las tasas de interés y por un aumento sin precedentes en los precios de las casas. Pero ahora parece que estos dos procesos han invertido su tendencia. Al igual que otras tasas a largo plazo, el interés hipotecario subió en respuesta al craso error de la Reserva Federal en junio de 2003, y desde entonces ha estado aumentando. En el segundo trimestre de ese año (el último para el cual contamos con datos), los precios de las casas se incrementaron sólo 0.78%, la tasa de apreciación más lenta desde 1996. Hacia septiembre y octubre, la actividad de refinanciamiento había bajado notoriamente. Según la Asociación de Banque-

ros Hipotecarios (Mortgage Bankers Association), puede esperarse que los préstamos por hipotecas en Estados Unidos bajen de 3 300 billones en 2003, a 1 400 billones de dólares en 2004, a medida que las tasas de interés aumentan de 5.8 a 6.2% (al 7%, bajarían a cero). Si eso ocurre, la disponibilidad de efectivo proveniente de los préstamos hipotecarios obviamente se desplomará, debilitando lo que hasta ahora ha sido la principal base del crecimiento del consumo y del PIB. También sería muy severo el impacto sobre el sector financiero cuyas ganancias, durante los últimos tres años, han dependido tanto de las viviendas.

Durante los primeros tres trimestres de 2003, el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos continuó aumentando hasta niveles sin precedente, y se esperaba que llegara a los 550 mil millones en ese año. Esto está un 13% por encima del punto máximo alcanzado en 2002, que a su vez superó el máximo nivel previo que ocurrió en 2000. El déficit continuará aumentando inexorablemente mientras

el dólar esté sobrevaluado y la economía mundial continúe dependiendo de los estímulos macroeconómicos que emanan de Estados Unidos. En septiembre, la balanza comercial estadounidense, incluso en bienes tecnológico avanzados, en los que se supone que Estados Unidos se destaca, tuvo cifras rojas por un nivel nunca antes visto de 3 900 millones. La consecuencia es, por supuesto, que el monto de fondos extranjeros requeridos para cubrir estos déficit también ha llegado a niveles sin precedente. Estados Unidos ahora tiene que vender 1 500 millones de activos por día al resto del mundo para superar la brecha. Esto significa el doble de lo que se requería en 1999, a pesar de que, en el periodo transcurrido, con el menor crecimiento económico y el colapso del mercado de valores, los activos de Estados Unidos se han vuelto mucho menos deseables. En realidad, desde finales de la primavera de 2003, los ingresos mensuales netos de capital a Estados Unidos han disminuido muy rápidamente: de 110 400 millones en mayo, a 90 600 en junio, a 73 400 en julio y a 49 900 millones de dólares en agosto, hasta llegar a escasos 4 200 millones en septiembre de 2003, lo que ha creado una presión adicional sobre el dólar.

En el otoño, después de una breve recuperación motivada por el aumento en los precios de los valores y la aceleración de la economía, el dólar volvió a caer de nuevo primero frente al yen y luego con respecto al euro.

### La suerte del dólar

Mientras tanto, la administración Bush, en respuesta a los reclamos de los estados industriales de la Unión, que estaban perdiendo trabajos a una tasa devastadora y en preparación para las elecciones del año 2004, había empezado a ejercer presión sobre China –un objetivo fácil en vista de su gigantesco superávit comercial con Estados Unidos– para que permitiera que el yuan aumentara frente al dólar. En la reunión de septiembre del G7 en Dubai, Washington amplió su campaña, procurando reducir el valor del dólar frente a las demás monedas. En noviembre, después de haber establecido aranceles sobre las importaciones del acero, contraviniendo las reglas de la OMC, impuso cuotas a las importaciones de ciertas manufacturas textiles de China. El propósito, por supuesto, era desplazar parte de la carga del exceso de capacidad manufacturera internacional hacia sus principales socios y rivales, para acelerar la recuperación de los empleos y de la inversión estadounidenses.

Pero es difícil ver lo que estas medidas pueden conseguir. Ni la revaluación del yuan ni los aumentos de los aranceles probablemente ayudarán mucho a reducir el déficit comercial o a incrementar los empleos de Estados Unidos. El aumento de las importaciones procedentes de China refleja una correspondiente disminución de las importaciones de los mismos bienes de bajo costo provenientes de otros países de Asia oriental –la participación de Asia en el mercado estadounidense ya había estado disminuyendo ligeramente. De la misma manera, las importaciones de bienes producidos con mano de obra barata de la República Popular China comprenden sólo una pequeña proporción de los bienes producidos por las industrias de Estados Unidos que han sufrido las mayores pérdidas de empleos: computadores y equipo electrónico, maquinaria, productos de metal y ropa. Además, la diferencia de salarios entre China y Estados Unidos es tan grande que incluso una revaluación del yuan en un 30% probablemente no será de mucha ayuda para los productores estadounidenses. Simultáneamente, los comerciantes al menudeo de Estados Unidos disfrutaban de márgenes de ganancia tan elevados sobre las importaciones chinas que se reconoce que 1 000 billones de dólares de capitalización en el mercado accionario estarían en riesgo sin ellos. Los niveles de los salarios son mucho más parecidos en el Japón. Una revaluación

del yen sí ayudaría inicialmente a las exportaciones estadounidenses. Pero como es probable que también socavaría la incipiente reanimación económica japonesa que depende mucho de las exportaciones, probablemente no valdría la pena.

La campaña de la administración de Bush ha acelerado el actual proceso de baja del dólar. Aunque el mercado de valores de Estados Unidos ha disfrutado de un saludable beneficio en términos de dólares, su desempeño en términos de euros ha sido mucho más débil y, expresado en yenes, la situación es peor. El debilitamiento de la demanda exterior de acciones ha ejercido una creciente presión descendente sobre el dólar. La continua, aunque lenta, disminución de los precios de los bonos estadounidenses ha presionado en el mismo sentido. Con este escenario, las acciones cada vez más proteccionistas de la administración han sido consideradas una señal de su creciente determinación de presionar a la baja el dólar, cuyo tipo de cambio se ha reducido en forma considerable. Ya en noviembre el euro había subido a un nivel sin precedente frente al dólar, y el yen alcanzó su mayor nivel en tres años.

Pero quizá lo más desestabilizador es que aparentemente tanto China como Japón han empezado a reducir sus compras acostumbradas de valores de la Tesorería, dejando potencialmente sin cubrir una parte cada vez mayor del déficit en cuenta corriente de Estados Unidos. Parece que Japón accedió a los deseos de EU y, aunque sigue participando en el mercado de divisas en cierta medida, no ha hecho lo suficiente para evitar un aumento de 9% en el yen entre agosto y noviembre. En el caso de China, la presión de Estados Unidos para que revalúe ha coincidido con la creciente ansiedad del propio gobierno de China por el sobrecalentamiento económico y las medidas iniciales para frenarlo. En 2003, parece ser que el crecimiento del PIB chino creció mucho más del esperado 9%, la producción industrial más de 16%, y la inversión en activos fijos superó 30 por ciento.

En respuesta, el gobierno chino ha exigido reducciones en las compras de nuevas fábricas y equipo en todo el sector industrial, y les ha requerido a los bancos que aumenten sus reservas para hacer más difíciles los préstamos. Como sus compras de dólares han desempeñado un importante papel para aumentar el crecimiento de la oferta de dinero en la República Popular China a más de 20% anual, Beijing probablemente tendrá que reducirlas si quiere limitar seriamente la burbuja de las propiedades en las



principales ciudades y el empeoramiento del exceso de capacidad que agobia a tantas industrias chinas.

Al igual que otros inversionistas, Beijing también puede estar empezando a preocuparse por las pérdidas que sufrirá si continúan aumentando las tasas de interés y disminuyen los precios de los bonos de Estados Unidos, así como por las ganancias que está dejando de percibir al no invertir en activos de mayor rendimiento y por las mayores pérdidas en divisas que sufrirá cuanto más posponga su revaluación. Quizás las presiones políticas de Estados Unidos le estén facilitando a China tomar las medidas que ya ha decidido.

### *Las tasas de interés*

A pesar de todo, bajar el dólar trae importantes riesgos para Washington. Un dólar alto por lo general, y en particular las compras de activos denominados en dólares por Asia oriental, han sido indispensables para la forma en que se ha presentado la recuperación estadounidense, permitiendo una política monetaria hiperexpansionista sin presiones ascendentes sobre las tasas de interés o los precios. Si el dólar continuara bajando, los valores de las acciones y bonos de Estados Unidos quedarían directamente bajo presión y la inflación aumentaría. Pero si el nivel de precios aumenta, igual ocurrirá con el costo de los préstamos, lo que amenazará las bajas tasas de interés que han sido la base fundamental para la recuperación cíclica. Cualquier aumento significativo de las tasas de interés daría fin a la enorme ola de préstamos hipotecarios que ha impulsado al consumo. También le haría más difícil al gobierno financiar su enorme déficit presupuestario –que está aumentando– sin subir las tasas de interés, lo que pondría en peligro la recuperación, y a la vez presionaría a la baja los precios de los activos. En realidad, en vista de que el resto del mundo es propietario de 7 610 billones de activos de Estados Unidos –40% de la deuda comercializable del gobierno, 26% de los bonos de las empresas y 13% de los valores estadounidenses– una disminución importante del dólar tendría el potencial para iniciar ventas de pánico de esos activos, desencadenando una violenta espiral descendente de la moneda y de los precios de los activos. En otras palabras, si la administración de Bush consigue lo que desea, puede llegar a lamentar haberlo logrado.

Los préstamos y burbujas que han apuntalado la recuperación cíclica de Estados Unidos parecen ahora estar disminuyendo, ejerciendo presión descen-

dente sobre el gasto del consumidor y aumentando la volatilidad ante los cambios bruscos en los precios de los activos. Pero si los precios de las acciones dejan de aumentar, si el efectivo obtenido de las hipotecas se agota y si el dólar baja aún más, entonces será necesario que se presente a corto plazo un mayor crecimiento de la inversión y de los empleos para prevenir otro descenso del crecimiento o algo peor. En teoría, el acelerado aumento de la rentabilidad estadounidense debe ofrecer una fuerte base para una oleada de gasto empresarial, y el reciente crecimiento más rápido del PIB debe aumentar todavía más las ganancias. Pero, de hecho, incluso en este punto, el gasto empresarial no se ha materializado en un grado significativo. Probablemente pueda esperarse a corto plazo un mayor crecimiento de la inversión y de los empleos, con el acostumbrado efecto multiplicador –particularmente en vista del gran estímulo, que debería amplificarse aun más este año. No obstante, la sustentabilidad del mayor dinamismo está en duda, en especial en vista del legado de la recuperación después de 2001. La más rápida expansión ¿no hará que aumenten los costos de los préstamos en un momento en que los hogares, el gobierno, las empresas y el propio sector financiero están muy sobreextendidos? ¿No inducirá también un déficit cada vez mayor en cuenta corriente, en un momento en que el dólar ya está bajando? ¿Puede una economía avanzar mediante la expansión de los sectores financiero y de los servicios que dependen del consumo, cuando los principales sectores productores de bienes siguen afectados por la capacidad excesiva y la menor rentabilidad, en un momento en que los productores del exterior están apoderándose de una proporción cada vez mayor de los mercados de EU, en que las exportaciones se están quedando atrás de las importaciones cada vez más sin ninguna esperanza 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 de Estados Unidos se encuentra en territorio desconocido. Su capacidad de encontrar el camino sigue en duda.

\* Once trillones en el sistema estadounidense. [N. del T.]