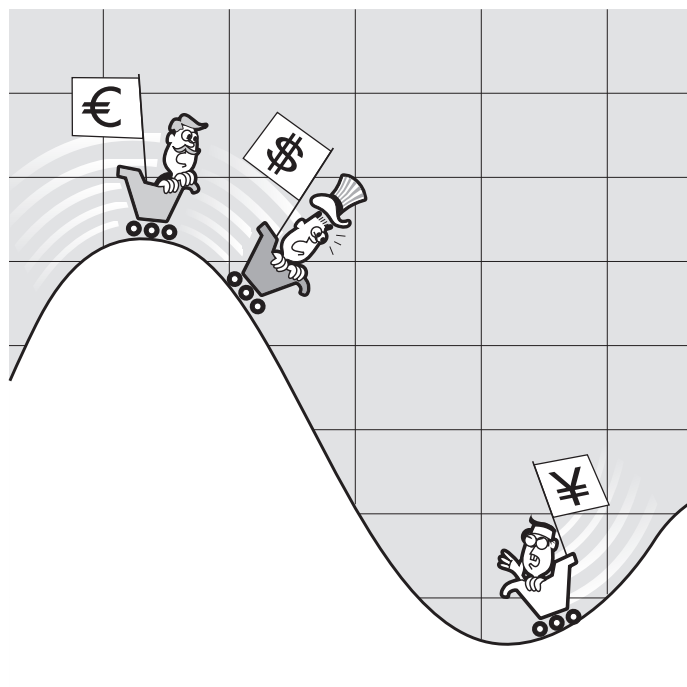


"ABC, Economía y Finanzas" presenta un artículo, mínimamente editado por nuestra redacción, que retoma viejos pero vitales conceptos económicos para comparar dos economías la de los Estados Unidos y la del Japón. Analiza los ciclos que estas economías han experimentado y coloca la actual crisis mundial en una perspectiva que intenta alejarse de la actual ortodoxia.

La economía de los Estados Unidos

¡Qué ciclo tan peculiar!

The Economist



En los últimos diez años, Estados Unidos ha disfrutado de una expansión económica admirablemente prolongada. ¿Tiene La "Nueva Economía" una nuevo clase de ciclo económico?

Estados Unidos ha sido una de las más largas de su historia. Si se prueba que la economía ha crecido en el primer trimestre de este año - las opiniones están divididas - la expansión económica tendrá exactamente 10 años de vida. Esto significa que la expansión ha durado más del doble del tiempo que las ocurridas en promedio después de la segunda guerra mundial. El crecimiento económico promedio pronosticado para Estados Unidos en 2001, de acuerdo a las encuestas de "The Economist" ha caído de 3.5% en octubre a solamente 1.6% en marzo. La mayoría de los economistas aún creen que una "recesión" (dos trimestres consecutivos de contracción del producto) podría ser evitada. Otros dudan de ello. En cualquier caso, la mayor parte basan sus puntos de vista en su entendimiento particular de lo que es la teoría económica del ciclo. Quizás, a la luz de recientes avances en el tema, ese entendimiento sobre ciclos económicos necesita un cambio.

Muchos economistas - incluyendo parece a Alan Greenspan, Presidente de la Reserva Federal - están evaluando la presente contracción como sí, en aspectos claves, este sería un ciclo más como otro cualquiera de los nueve que Estados Unidos ha experimentado desde 1945. Uno de las fuerzas de contención, creen, proviene de los esfuerzos que las empresas están realizando para encoger sus inventarios, los cuales han aumentado debido a una demanda que languidece. Si ellos están en lo correcto, los recortes de las tasas de interés que se han hecho, junto con otros que esperan hacerse, deberían ser el más rápido y efectivo remedio. Harán revivir la demanda y estrecharán la brecha entre los inventarios deseados y los existentes. La pregunta es: ¿los ciclos económicos aún funcionan de esta manera?

Un observador que exige especial atención piensa que no es así. Larry Summers, quien recientemente dejó el puesto de Secretario del Tesoro de Estados Unidos, ha argumentado recientemente que el presente ciclo de Estados Unidos es fundamentalmente diferente de los que lo precedieron en la post-guerra, aunque no porque

este sea "nuevo". Argumenta que el presente ciclo tiene mucho más en común con el funcionamiento de los ciclos económicos anteriores a la segunda guerra mundial - o incluso, espérese, con los de Japón durante el final de la década de los 80. Comparación que él piensa hubiera sido indiscreta enunciarla cuando ejercía su cargo. El Sr. Summers todavía espera que se podrá evitar una recesión en los Estados Unidos. Pero sí está en lo cierto acerca de cómo las cosas funcionan ahora, son poco útiles las predicciones basadas en los cálculos ortodoxos de cómo los ciclos económicos se comportan.

Según la Biblia, a siete años de abundancia le siguieron 7 años de carestía. Los ciclos económicos nunca han tenido tal regularidad. Desde 1945, las etapas de auge han variado entre 12 a 120 meses (asumiendo que la economía aún no se ha contraído). Las recesiones se han extendido entre 6 a 16 meses. La recesión contemporánea más profunda se produjo en el periodo 1973-1975, cuando el producto cayó 3.4% desde la cima hasta el fondo. La recesión más superficial ocurrió entre 1969 y 1970, cuando el producto apenas se sumergió. (Vea Cuadro 1)

Ningún ciclo es idéntico a otro, aunque el patrón durante la segunda mitad del siglo pasado ha sido razonablemente similar. Después de varios años de expansión, la demanda agregada todavía es mayor que la oferta. Esto ocasiona una aceleración inflación se acelere. La Reserva Federal (equivalente al Banco Central) eleva las tasas de interés, las que deprimen la demanda. En la medida que los inventarios se acumulan, las firmas disminuyen su producción. La economía se mueve hacia la recesión. Acto seguido la Reserva Federal disminuye la tasa de interés. La demanda se recupera, como también el producto. La próxima expansión se inicia. Esta secuencia fue apuntada por Paul Samuelson, uno de los más célebres economistas del siglo pasado, para remarcar que las recesiones estadounidenses vienen selladas con "Fabricadas en Washington por la Reserva Federal". Esta vez, si la economía se dirige hacia una recesión, no sepor causa de las altas tasas de interés.

Cada recesión durante las cuatro décadas pasadas ha sido precedida por un marcado crecimiento en la inflación. Durante esta expansión, la inflación se ha mantenido relativamente dominada. Como resultado, la Reserva Federal ha subido la tasa de interés solamente en uno por ciento entre el verano de 1998 y su cúspide del año 2000; en realidad las tasas reales de interés cayeron suavemente en ese período. La demanda está actualmente debilitada y no se debe a un agudo crecimiento de las tasas de interés, sino a factores tales como bajas en las utilidades, caída de los precios de las acciones y reducción de las inversiones.

El problema de una baja inflación

Los economistas de Goldman Sachs, distintos de los analistas bursátiles de Goldman Sachs, han estado previniendo por algún tiempo con respecto al "lado oscuro del nuevo ciclo económico". La amplia vigilancia por parte de los Bancos Centrales, la desregulación de las industrias y una capacidad productiva ampliada (resultado de una fuerte inversión) han contribuido a mantener baja la inflación. El tradicional detonador de la recesión, por lo tanto, no ha sido activado. La desregulación y la nueva tecnología habrían facilitado también a que las firmas eviten la acumulación de inventarios y materiales no deseados, otro antecedente de las recesiones tradicionales. Como resultado, la expansión ha persistido por un tiempo más prolongado que el habitual.

La ironía radica en que períodos más prolongados de expansión conducen a otros órdenes de desequilibrios - notablemente, deudas personales y empresariales, y sobre-inversión - que se configuran. Tranquilos en un ámbito de seguridad, con expectativas de prosperidad duradera, los prestamistas aflojan sus estándares, y los consumidores e inversionistas abandonan sus inhibiciones para solicitar créditos. Prestamistas y prestatarios de igual forma asumen mayores riesgos, aunque no se siente que se lo está haciendo de esa manera. Abarrotados con crédito y llenos de optimismo acerca de ganancias futuras, la inversión aumenta y los precios de los activos se inflan. El éxito llama al éxito - aunque luego, en algún momento, se exagera. Finalmente, la sobre inversión reduce los rendimientos del capital y las empresas deciden disminuir sus erogaciones en inversiones en capital. Los consumidores se sienten agobiados con las deudas e incrementan sus ahorros. El optimismo da paso al pesimismo, y la demanda cae bruscamente. En el siglo 19 y a inicios del 20, de hecho, fue el patrón típico del ciclo económico.

El modelo de "auge y desplome de la inversión" parece la mejor manera de entender el presente ciclo que aquella basada en la inflación creciente y elevadas tasas de interés. Esto tiene dos importantes implicaciones para la política económica.

Primero, si la economía estadounidense ahora se desliza hacia la recesión, las tasas de interés pueden no ser tan efectivas para revivir la demanda como generalmente lo son. Los consumidores pueden estar más decididos a aumentar sus ahorros así como las empresas a reducir sus deudas y su excesiva capacidad instalada, en vez que prestar atención a la reducción de medios puntos, de allá en cuando, de las tasas de interés de la Reserva Federal. Esto, al mismo tiempo, hace que crezca la posibilidad de que, si la recesión comienza, podría ser más profunda o más larga que las recientes predecesoras.

Segundo, ocioso como podría parecer señalar esto ahora, las tasas de interés deberían haber crecido más temprano en el período de expansión. Con esta percepción tardía, la razón para ello no sería para analizar el riesgo de una inflación inminente, como algunos, incluyendo "The Economist", argumento en su momento - incorrectamente como se llegó a comprobar. La razón es más bien señalar que hubiese sido mejor suavizar el auge, contener la sobre inversión y restringir el crecimiento en los precios de las acciones. El costo de esa política hubiera sido de alguna manera un crecimiento más lento. El beneficio hubiese sido una economía menos extensa financieramente - así como una economía menos financieramente frágil - como se podría comprobar.

Un chirrido en las ruedas

Existe otra manera de mirar esto. Supóngase que la revolución tecnológica de finales de los 90 elevó los rendimientos del capital y aumentó las oportunidades para la inversión rentable. Este incremento en oportunidades rentables significa un incremento en la demanda de capital. Esto incrementa el equilibrio de la tasa de interés real, la tasa a la cual la oferta de capital a largo plazo (ahorro) se encuentra con la demanda de largo plazo (inversión). Pero las tasas de interés no han crecido, ni tampoco la oferta doméstica de capital (a pesar del superávit fiscal). Los hogares americanos, están ahorrando mucho menos: ellos tienen ahora "ahorros negativos", gastan más de lo que reciben.

La política monetaria que fue "neutral" en la fase de innovación tecnológica permitiría a la tasa de interés crecer un poco. Si en vez de esto el Banco Central mantiene bajas las tasas de interés, esto impulsará el auge de inversiones y el de la bolsa, y deprimirá aún más el ahorro personal. Una importante significación de esto es que no es suficiente para los bancos centrales enfocarse estrechamente en la inflación de los precios al consumidor. Ellos también necesitan aguzar la vista en la inflación del precio de los activos financieros, en el crecimiento rápido del crédito y en los desequilibrios de la relación ahorro-inversión. Se admite, que ésta es una dificultad excepcional en el tiempo cuando, gracias a un auge en la inversión, la capacidad se ha expandido y la inflación está bajo control. Nadie ha dicho que la política monetaria es fácil.

La reciente combinación en los Estados Unidos de un auge sostenido en inversiones en empresas junto con una profunda depresión de los ahorros de las familias no tiene históricamente precedente. Como resultado, los ahorros netos del sector privado, la diferencia entre el ahorro total y la inversión de las familias y las firmas (esto es, la extensión en la cual necesitan prestarse para financiar sus gastos) se ha movido dramáticamente, de un superávit del 5% del PIB a inicios de los 90's a un déficit del 6% del año pasado.

Para encontrar casos similares recientes, es necesario mirar al extranjero - a Japón, Gran Bretaña y Suiza a fines de los 80's. Todos experimentaron un dramático deterioro en los ahorros netos del sector privado, cuyo cambio coincidió con auge no solamente en los precios de las acciones sino también en los precios de las propiedades. Cuando los precios de los activos se voltearon, las firmas y hogares trataron de restaurar sus posiciones financieras y los ahorros netos incrementaron pronunciadamente. Esto causó una profunda recesión. En gran Bretaña, durante el auge, el ahorro neto del sector cayó de +5% in 1985 a -6%

en 1989; luego, a medida que la recesión se afirmó, ésta se dio la vuelta más bruscamente, a +6% en 1994. El ahorro neto de Japón cayó de +5% en 1986 a -2% en 1990. Más tarde, se recuperó. De nuevo, todo ello causó una profunda depresión, de la cual la economía todavía no se ha recuperado, y ya van 10 años.

Esta forma de recesión pasada de moda podría mostrar una tendencia general a durar por más tiempo, y a ser más profunda, que las recesiones comunes que ocurrieron después de la segunda guerra mundial. Stephen Roach, un economista de Morgan Stanley, señala que desde 1945 la recesión promedio ha durado 11 meses; entre 1854 y 1945 la recesión promedio fue de 21 meses. Argumenta, plausiblemente, que esto se debe a que toma más tiempo purgar excesos financieros que someter a la inflación.

El retorno al ciclo de auge-recesión de la inversión no necesariamente significa que el producto llegará a ser tan volátil como lo fue hace un siglo. Obviamente, muchas otras cosas han cambiado desde entonces. Por ejemplo, la composición del producto se ha movido fuertemente de la manufactura a los servicios, los cuales tienden a ser menos cíclicos. Los impuestos y los gastos públicos - incluyendo los "estabilizadores automáticos" como son los pagos públicos por cesantía, que crecen durante una recesión y así amortiguan la demanda - se han incrementado enormemente. Los seguros de depósitos y las estrictas regulaciones bancarias ayudan a prevenir la crisis financiera y los pánicos que hacían las feroces recesiones de hace un siglo.

Desgraciadamente, la comparación con Japón -la cual parecería absurda para la mayor parte de los americanos- no puede fácilmente ponerla de lado como se puede hacer con la comparación con el pasado lejano. Estados Unidos a finales de los 90 tuvo mucho en común con Japón en los 80. Ambas economías mostraron algunos síntomas clásicos de burbujas económicas y financieras: crecimiento monetario veloz, elevación de los precios de las acciones, rápido crecimiento del PIB y auge en la inversión. Tanto en Estados Unidos como en el Japón durante sus correspondientes auges, la inflación se mantuvo baja, por lo tanto los bancos centrales no tuvieron ninguna razón para elevar las tasas de interés a pesar del rápido crecimiento monetario. Como resultado, el costo de los préstamos fue especialmente barato con relación a las ganancias esperadas de los precios de las acciones.

¿Gemelos terribles?

El sendero seguido por los precios de las acciones en Estados Unidos durante la década pasada se parece a la de Japón en los 80. Desde que la bolsa de valores de Tokio alcanzo la cima en 1989, los precios de las acciones han caído en 70%. En Estados Unidos, solamente el índice Nasdaq ha desafiado ese logro: bajó aproximadamente 55%. Hasta aquí, el índice americano de mayor cobertura por el número de acciones que incorpora, 5000, el índice Wilshire, ha caído en un modesto 20% y el promedio industrial Dow Jones por menos que aquel. Pero podrían venir más caídas. Para la mayor parte de las valoraciones bursátiles, las acciones estadounidenses continúan caras.

Verdad, la burbuja del Japón (el término ya no es controversial en este caso) estuvo del todo acompañada. La propiedad inmueble y las acciones marcharon juntas. En los Estados Unidos el mercado de inmuebles no ha visto ni remotamente nada parecido a las escalas experimentadas en el Japón. En 1989, las tierras del Palacio Imperial en el centro de Tokio supuestamente

tenían un valor mayor que todos los bienes inmuebles del estado de California. Por otro lado, Estados Unidos puede jactarse de manera similar con valoraciones excéntricas en el mercado de valores - como cuando, en 1999, una agencia de viajes, fue avaluada por un valor mayor que las tres Aerolíneas más grandes de Estados Unidos.

Todo está muy bien, se podría decir, pero Estados Unidos ha tenido una revolución tecnológica: esto justifica algo la subida de los precios de las acciones. Es prudente sin embargo recordar que lo mismo fue dicho para Japón en los 80. En volviendo al tema de Japón, se pensó que se había descubierto un modelo económico superior. Como en Estados Unidos hoy, se ha creído que el crecimiento de Japón ha crecido permanentemente y substancialmente gracias a la enorme inversión. La inversión de negocios japonesa saltó desde el 13% del PIB a inicios de los 80's a más del 19% en 1990; la inversión estadounidense de negocios ha saltado del 9% del PIB al 15% en la década pasada, y durante los 80's, el crecimiento en la productividad laboral acelerada en Japón fue más alta en que en Estados Unidos en los años recientes. Todos estos signos, muestran la mejora en la productividad laboral estadounidense, a diferencia de Japón, se cree que ésta será sostenible. Pero es muy pronto, tomar esto por garantizado.

Haciendo banca sobre la base de la prudencia

De la misma manera que similitudes como éstas son, a menudo, ignoradas, existen dos alentadoras diferencias. Primero, mercados e instituciones en Estados Unidos y Japón son muy distintas. Segundo, la política económica en Estados Unidos probablemente será mucho mejor administrada de la forma que fue en el Japón.

Después de la burbuja de prosperidad del Japón, los bancos continuaron prestando a firmas privilegiadas que debieron abandonarlas para que fracasen. La disponibilidad de financiamiento y la política tradicional de Japón de "empleo de por vida" desalienta a las firmas a disminuir sus niveles de inversión o el número de trabajadores mientras los beneficios caen. El resultado fue que las firmas japonesas lentamente eliminaron su capacidad ociosa. En Estados Unidos, tal ajuste es probable que ocurra más rápidamente debido a que los mercados de trabajo y de bienes son más flexibles. Manteniendo otras cosas sin modificación, eso podría significar una contracción aguda al comienzo - pero prevendría peores problemas más tarde.

Las empresas estadounidenses son más transparentes. Nomura, una empresa corredora de bolsa japonesa, recientemente ha publicado una conveniente comparación de Estados Unidos en los 90 con el Japón de los 80. Señala que las compañías japonesas y los bancos intentaron encubrir sus problemas financieros a través de prácticas contables oscuras. De todas las formas posibles, el sistema financiero de Japón era más débil que el de Estados Unidos. Durante la burbuja, las empresas dependían casi totalmente de los bancos para sus créditos, los cuales, a su vez, dependían en acciones y propiedades como colaterales para otorgar los préstamos. Eso dejó a los bancos completamente expuestos a la caída de los precios de las acciones.

Por el contrario, las empresas estadounidenses dependen menos de los bancos para obtener crédito, y más de los mercados de capitales, por lo tanto cualquier pérdida está menos concentrada en los bancos y esparcidos más uniformemente al interior de la economía. El sistema

financiero estadounidense basado en dos pilares, su bien desarrollado mercado de capitales hace que sea más fácil para las empresas cambiar sus fuentes de financiamiento, si por cualquier razón los bancos pudieran "secarse".

Esta no es una afirmación que las empresas estadounidenses y los bancos han sido tan prudentes como deberían haberlo sido. Lejos están de ello. Ha habido un claro deterioro en la calidad de los préstamos y las tasas de moratoria están en su más alto punto desde la última recesión. Muchas compañías han asumido enormes deudas. Los analistas de las acciones tecnológicas han encabezado algunas oscuras prácticas contables que los japoneses nunca llegaron a soñar. Sea como sea, la economía estadounidense a pesar de sus exageraciones financieras, se muestra más saludable ahora que el Japón antes de su quiebra.

Aprendiendo de los errores

Los errores de política económica pesan más en el estancamiento del Japón que el reventón de la burbuja. En 1990, antes de la recesión, el superávit fiscal de Japón era realmente más alto con relación a su PIB que el de Estados Unidos hoy. Después de años de desperdiciar dinero en dudosos proyectos públicos en licitaciones para que la economía se reactive, el Estado japonés ha convertido ese superávit en el más grande déficit comparado con cualquier otro país rico - mientras fallaban en reactivar la economía. Muchos de los gastos fueron desperdiciados en la construcción de puentes a lugares que la gente no quería visitar, o apuntalando a industrias quebradas que mejor hubiera sido dejarlas morir.

La política monetaria ha sido la peor. En Banco de Japón fue lento para mitigar el reventón de la burbuja.

No bajó las tasas de interés hasta el verano de 1991, 18 meses después de que los precios de las acciones colapsaron. Para entonces la confianza de los negocios se había desplomado. El banco de Japón ha arrastrado sus pies desde entonces, permitiendo que la deflación se instaure y así inflar la carga real de las deudas de las empresas. Al bajar la tasa de interés en Enero, la Reserva Federal mostró que se puede confiar en que actuará de manera más rápida.

Estados Unidos, sin embargo, tiene dos desventajas, que podrían hacer las cosas más difíciles para la Reserva Federal si la prosperidad se torna en recesión. Primero, la tasa de ahorro personal de Estados Unidos es ahora negativa; mientras que el ahorro japonés permanece alto. Si los precios de las acciones estadounidenses caen y el desempleo crece, las familias se sentirían presionadas para incrementar sus ahorros abruptamente. Segundo, Japón tenía un gran superávit en su cuenta corriente cuando la burbuja reventó; Estados Unidos tiene un enorme déficit. Esto lo hace más vulnerable a una corrida del dólar si los inversionistas extranjeros pierden su apetito por los activos financieros estadounidenses. Una caída del dólar complicaría la política monetaria.

La característica del actual ciclo, y las similitudes entre ambos ciclos, el de Estados Unidos de ahora y el Japón de los 80 y los 90, son al menos suficientes para sostener la posibilidad de que Estados Unidos pueda enfrentar una recesión este año - y podría ser realmente mala - más que solamente una pausa. Incluso cuando se pondera apropiadamente estos riesgos, lo cual raramente se hace, la idea de que Estados Unidos podría seguir a Japón hacia una década de lamentable funcionamiento, aún así parece absolutamente increíble. Esperemos que se muestre de esta manera dentro de un año ■

Los moretones de la Pos-Guerra

Duración y profundidad de las recesiones de los EE.UU.

