



Real  
Instituto  
Elcano

de Estudios Internacionales y Estratégicos

## **El primer ciclo económico global en el siglo XXI**

*Álvaro Espina*

Documento de Trabajo (DT) 44 /2005

11/10/2005



de Estudios Internacionales y Estratégicos

## El primer ciclo económico global en el siglo XXI

Álvaro Espina \*

### Resumen:

Últimamente se habla y se escribe mucho de tres cosas: de burbujas (*bubbles*), de plétora de ahorros (*savings glut*) y de déficits gemelos (*twin deficits*). En el mundo económico-financiero todos hablan de burbujas, y eso se contagia a la vida ordinaria

### Introducción: los tres síntomas

Últimamente se habla y se escribe mucho de tres cosas: de burbujas (*bubbles*), de plétora de ahorros (*savings glut*) y de déficits gemelos (*twin deficits*). En el mundo económico-financiero todos hablan de burbujas, y eso se contagia a la vida ordinaria: uno empieza a no saber qué hacer cuando debe decidir, por ejemplo, si alquilar o comprar una casa; y mucho menos si en lugar de comprar casa ha de optar entre dejar sus ahorros en la cuenta corriente –completamente corriente, o de las que se publicitan como “de alta rentabilidad”–, comprar divisas, bonos o acciones, o invertir en fondos –de pensiones, o de inversión–. Y en este último caso, cómo deben estar ponderados los valores de su cartera, o si es mejor elegir un fondo construido, a su vez, con un índice de fondos, como garantía para incurrir estrictamente en el riesgo sistémico global, u orientados hacia algún ámbito específico – como los fondos BRIK, dirigidos hacia países que se consideran con alto potencial de crecimiento (Brasil, Rusia, India y Corea)–.

Pero casi nadie es capaz de definir con precisión qué quiere decir eso de las burbujas. Para Chet Currier, de Bloomberg,<sup>1</sup> las burbujas se deben a que el precio de mercado de un activo se separa del propósito básico a que se destina el activo en cuestión. El mejor *test* para detectarlas consiste en preguntarse si queremos comprar el correspondiente bien de consumo para usarlo –o el bien de capital, con el fin de disponer de su capacidad para generar ingresos–, o con vistas a venderlo, para obtener un precio mejor en el futuro. En el caso de las viviendas, esto sucede cuando dejan de ser consideradas como un espacio habitable y pasan a convertirse en el vehículo para la apreciación de su valor; en el de los títulos valores, cuando en lugar de sus dividendos futuros nos interesa conseguir con ellos un precio-objetivo a un plazo determinado.

Por mucho que se aquilate, sin embargo, la idea de burbuja proporciona una información muy limitada. Se refiere al espacio vacío que aparece entre el precio real y el soñado por el inversor especulativo. El problema es que tampoco parece haber una referencia clara sobre el precio *real* de las cosas, si es que existe tal precio como algo conceptualmente distinto de su precio de mercado. Así pues, nos encontramos ante un razonamiento circular: creemos que existen burbujas porque las cosas tiene un precio superior al real, pero no sabemos cuál puede ser ese precio real –aunque, dentro de ciertos márgenes, creemos orientarnos mejor

\* Vocal asesor de la Dirección General de Política Económica (Ministerio de Economía, España) y profesor asociado del Departamento de Sociología I (Universidad Complutense de Madrid).

<sup>1</sup> Véase “How to Detect a Bubble? Try the Original-Use Test”, Chet Currier, Bloomberg, 12/11/2005, <http://quote.bloomberg.com/apps/news?pid=10000039&cid=currier&sid=avotuFj8VcXs>

cando intuimos que un precio resulta irreal–.

Otra cosa de la que se habla mucho es de la superabundancia de ahorros<sup>2</sup> y, alternativamente, de su escasez, porque en economía, siempre que hay un exceso, como contrapartida aparece un defecto.<sup>3</sup> Aquí, todo depende de si uno está en Japón, Alemania, Rusia, Arabia Saudí y China –entre otros países en los que abunda el ahorro–, o si se encuentra en EEUU, España, Gran Bretaña, Australia, Nueva Zelanda<sup>4</sup> e Italia, donde lo que hay es desahorro y abundancia de gasto, en relación al ingreso, aunque la participación de los diferentes agentes –públicos y privados, empresas u hogares– al ahorro neto total sea muy diferente, así como sus repercusiones sobre la inversión y la productividad de cada país a largo plazo. Además, la definición del ahorro neto de los hogares y los países dista mucho de ser unívoca, por lo que la comparabilidad de las cifras no está garantizada.<sup>5</sup> Durante los noventa, las *ratios* de ahorro de los hogares –definidas como el ahorro neto dividido por el ingreso disponible– cayeron en todo el G3, pero las diferencias en 2002 eran enormes: 9.6% en el área Euro y 2.4% en EEUU, con Japón ocupando un lugar intermedio –próximo al área Euro, con la excepción de los años 2001 y 2002, en que se situó en el 5.2%–.

Finalmente, el tercero de los grandes asuntos recurrentes es el de los déficit fiscal y de la balanza por cuenta corriente. En unos casos, se trata de déficit gemelos, como los que se registran, por ejemplo, en EEUU, Gran Bretaña Italia o Francia. En contrapartida, como siempre, se producen los correspondientes superávits, ya sean gemelos –como sucede en China, Corea Noruega o Canadá, y, por añadidura, en la mayoría de los países de la OPEP, desde que se produjo la nueva escalada de los precios del petróleo–, o asimétricos. Estos últimos, a su vez, presentan en unos casos déficit fiscal y superávit exterior –como sucede en Alemania, Japón y Holanda–, y en otros superávit fiscal y déficit de balanza –como sucede en España y Australia–. La existencia de esta amplia gama de combinaciones sirve de apoyo a Ben Bernanke para negar cualquier relación entre los dos déficit en EEUU.<sup>6</sup>

Respecto a la mayor o menor gravedad de tales desequilibrios, así como sobre sus implicaciones para la volatilidad del ciclo económico y para el riesgo sistémico, las opiniones también difieren: Paul Vocker piensa que una situación tan desequilibrada no puede durar.<sup>7</sup> *Grosso modo*, su planteamiento coincide con el de Stephen Roach, quien sintetiza así la situación global, y especialmente los dos desequilibrios norteamericanos:

“Nuestros cálculos sugieren que durante los últimos cuatro años la disparidad entre los déficit y los superávit mundiales de cuenta corriente se ha ensanchado desde un 3% hasta un 4% del PIB global, lo que no tiene precedentes. Durante el mismo período, la base de sustentación para el consumidor norteamericano –que es, con mucho, el motor más fuerte para el crecimiento de la demanda en la economía global– se ha visto reforzada por el efecto-riqueza de un mercado inmobiliario sobrevalorado, complementado con un aumento sin precedentes del endeudamiento inmobiliario, catapultado, a su vez, por la explosión en el valor de la propiedad. Todo ello ha dado lugar a la aparición de la segunda mayor burbuja de activos

<sup>2</sup> Véase “Too Much Money. A Global Savings Glut is Good for Growth – But Risks are Mounting”, *BusinessWeek online*, 11/VII/2005.

<sup>3</sup> Véase Kevin L. Kliesen, “Do We Have a Saving Crisis?”, *The Regional Economist*, julio 2005, [http://stlouisfed.org/publications/re/2005/c/pages/saving\\_crisis.html](http://stlouisfed.org/publications/re/2005/c/pages/saving_crisis.html)

<sup>4</sup> Véanse los materiales del symposium *Private Debt and National Savings*, Reserve Bank of New Zealand, <http://www.ms.govt.nz/events/symposiums/05-June-09.html#top>, 9/VI/2005.

<sup>5</sup> Para el caso del ahorro de los hogares, véase *Comparison of Household Saving Ratios*, ECB/OCDE, comunicado de prensa, 9/VI/2004, <http://www.ecb.int/press/pr/date/2004/html/pr040609.en.html>

<sup>6</sup> Véase Ben S. Bernanke, “The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit”, 14/IV/2005, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm> (sobre otro de 10/III/2005).

<sup>7</sup> Véase “Esta situación económica y financiera no puede durar”, entrevista a Paul Volcker, ex presidente de la Reserva Federal, *El País Domingo*, 19/VI/2005.

experimentada por América durante un solo período quinquenal. Tal situación no permite abrigar esperanzas de sostenibilidad para la economía de EEUU –y, por ende, para una economía global que, hoy por hoy, es abiertamente américo-céntrica–.<sup>8</sup>

## 1. Las cuatro preocupaciones de Ben Bernanke (y una exoneración)

Por su parte, en el trimestre anterior a tomar posesión como flamante presidente del *Council of Economic Advisors* del Presidente Bush, el gobernador de la FED, Ben S. Bernanke,<sup>9</sup> afirmaba que lo normal sería que los países ricos ahorrasen y los menos ricos recibiesen fondos para inversión, lo que implícitamente significa afirmar que la situación actual resulta anormal:

“La lógica económica básica... sugiere que, en el largo plazo, los países industrializados, como grupo, deberían disponer de excedente en su balanza por cuenta corriente y ser prestamistas netos hacia el mundo en desarrollo, no al contrario. Si el capital financiero circulase en esa dirección ‘natural’ los ahorradores de los países industrializados tendrían potencialmente ingresos más elevados y gozarían de una mayor diversificación, mientras que los prestatarios del mundo en desarrollo recibirían fondos para hacer las inversiones de capital necesarias para promover el crecimiento y un nivel de vida superior. Por supuesto, para que los flujos de capital a los países en vías de desarrollo rindieran tales beneficios, estos países tendrían que hacer progresos adicionales en la mejora de las condiciones para la inversión.”

En realidad, según Stefan M.I. Karlsson, del Instituto Von Mises, tal anomalía podría considerarse como una *bicoca* para América, ya que, frente a lo que opinan los “mercantilistas” –para quienes todo déficit de balanza por cuenta corriente es intrínsecamente malo–, esta situación significa que los bancos centrales asiáticos están prestando dinero barato a los norteamericanos –dados los ínfimos niveles actuales de los tipos de interés y su preferencia por invertir en bonos del Tesoro–, dinero que los norteamericanos pueden canalizar hacia inversiones de alto rendimiento en la propia Asia –dada la eficiencia de su sistema financiero y de sus bancos de inversión–.<sup>10</sup> Pero, ¿es ésta la situación en que nos encontramos? No. Más bien, el flujo actual de ahorros desde la periferia hacia ciertas zonas del centro está produciendo burbujas inmobiliarias que sirven para retroalimentar el proceso, al facilitar la elevación del endeudamiento de los hogares –con base en el aumento “ficticio” de su riqueza inmobiliaria, que enmascara la gravedad del problema porque el ratio endeudamiento/riqueza se disparará tan pronto estalle la burbuja y se contraigan los precios– y el consumo de éstos, deteriorando su posición ahorradora.<sup>11</sup>

De ahí que Robert Altig trate de encontrar la respuesta a estas otras preguntas: “¿por qué no invierten las empresas?, o ¿cuál es la respuesta adecuada a la riada global de demanda de dólares?, en lugar de preguntarse ¿por qué no ahorran los hogares?”<sup>12</sup> Por el momento, la respuesta de Bernanke es evasiva y se limita a afirmar que lo importante es lo que se hace con esa riada de dólares y si se usan para algo productivo o para elevar el consumo y elevar los precios de las casas:

<sup>8</sup> Véase Stephen Roach, “Global Resilience in a Vulnerable World”, 11/VII/2005, <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20050711-mon.html>.

<sup>9</sup> Véase Ben S. Bernanke, “The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit”, ya citado.

<sup>10</sup> Véase S.M.I. Karlsson, “What Are We to Make of the Trade Deficit?”, <http://www.mises.org/story/1762>, 21/III/2005.

<sup>11</sup> Véase “Could Risky Mortgage Lending Practices Prick the Housing Bubble?”, *Knowledge@Wharton*, 7-20/IX/2005, <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/1280.cfm>

<sup>12</sup> Véase David Altig, “Are American Consumers Responsible for the Large Trade Deficits?”, 20/VII/2005, <http://macroblog.typepad.com/macroblog/>

“Una segunda cuestión es la relativa al empleo que se da al crédito internacional en los Estados Unidos y en los países industrializados con déficit externo..., buena parte de la reciente aportación de capitales hacia el mundo desarrollado se ha reflejado en índices más elevados de crecimiento de la construcción de viviendas y de sus precios. A su vez, el aumento del precio de la vivienda ha estimulado el consumo de los hogares. Por supuesto, el aumento de la *ratio* de propiedad de la vivienda y del consumo de los hogares son, ambos, deseables. Sin embargo, en el largo plazo los aumentos de productividad se derivan más bien de la inversión no residencial; por ejemplo, la inversión en bienes de equipo por parte de las empresas. Cuanto mayor sea la contribución del flujo de capital exterior al aumento de la construcción residencial, y especialmente al gasto de consumo actual, mayor será la carga económica futura que supondrá devolver la deuda exterior...”

Porque lo problemático es que cuando llegue el momento de amortizar los préstamos actuales, las economías centrales deberán llevar a cabo costosas reestructuraciones sectoriales –con su efecto simétrico y recíproco en los países exportadores– para recuperar su capacidad exportadora, muy deteriorada durante la etapa de endeudamiento y déficit exterior:

“Una tercera preocupación que suscita la pauta de los flujos de capital se deriva de sus efectos indirectos sobre la composición sectorial de las economías que los reciben... Para cumplir sus compromisos con los acreedores extranjeros –algo que habrá que hacer algún día–, Estados Unidos necesitará un sector exportador grande y sano. El infradimensionamiento relativo de esas industrias en presencia de déficit por cuenta corriente –una contracción que, con toda seguridad, habrá que desandar en el futuro– impone costes reales de ajuste para las empresas y los trabajadores de ese sector.”

El debate entre las *blogs* de dos Brads (Delong y Stetser) resulta muy jugoso a este respecto. Stetser piensa que la deuda y el déficit externo no importan mientras la riqueza de los EEUU siga creciendo (¿aunque sea a base de burbujas financieras e inmobiliarias?). Es difícil no ver en ello un *parti pris* a favor de la política económica republicana. Delong no oculta sus preferencias, pero argumenta con sentido común:

“Recuérdese que la deuda externa es, en última instancia, un crédito contra los ingresos futuros por exportación de Estados Unidos. Las nuevas viviendas –y los precios más elevados de las viviendas existentes– no ayudarán a pagar los intereses de nuestra deuda externa. Una nueva cadena de producción de Boeing sí que ayudaría... No está claro que la capacidad de Estados Unidos para generar ingresos futuros mediante la exportación para pagar la deuda externa vaya a aumentar tan rápido como su deuda externa parece estar haciéndolo. Llámenme “carroza”. Yo pienso que la *ratio* que representa la deuda externa respecto a las exportaciones todavía importa.”<sup>13</sup>

Por no hablar del riesgo que supone el aumento de dependencia de los países centrales –y especialmente EEUU– respecto de la financiación exterior, ya que un cambio en los *animal spirits* de los prestamistas puede acarrear una crisis monetaria, de consecuencias difíciles de prever por afectar al dólar, que sigue siendo la principal divisa de reserva internacional:

“Finalmente, el elevado déficit por cuenta corriente de Estados Unidos requiere flujos substanciales de financiación exterior... [ y ] la vuelta a un cierto equilibrio puede requerir algún tiempo. Yo no veo ninguna razón fundamental por la que todo este

---

<sup>13</sup> Véase la *blog* de Brad Delong, “Dials Moving into the Red Zone”, 13/VII/2005, [http://www.j-bradford-delong.net/movable\\_type/](http://www.j-bradford-delong.net/movable_type/)

proceso no pueda llevarse a cabo suavemente. Sin embargo, el riesgo de un ajuste desordenado en los mercados financieros siempre existe, y un enfoque conservador apropiado en política aconseja mantenerse en guardia contra tal eventualidad”.<sup>14</sup>

Naturalmente, al indagar por las causas de la situación actual, Bernanke descarta que la política monetaria de la Fed –y/o la política fiscal y presupuestaria norteamericana– se encuentren en el origen del problema o hayan tenido la más mínima responsabilidad. En este punto, Stefan Karlsson se coloca en las antípodas de Bernanke:

“La lección que puede extraerse del análisis de los fallos del mercantilismo y del enfoque del déficit comercial desde el lado de la oferta es que los déficit comerciales son algo bueno, siempre que no conduzcan hacia un exceso en el consumo y/o hacia el derroche en la inversión.

E, incluso en ese caso, el problema subyacente no es realmente el déficit comercial por sí mismo, que debe considerarse como simple síntoma de los efectos de una política fiscal y monetaria laxas, ya que, en ausencia de aquella aportación de capital extranjero, el banco central podría mantener igualmente bajos tipos de interés mediante un aumento aun más rápido de la oferta de dinero.

Y como el exceso de consumo y/o el derroche en la inversión son generalmente el resultado de políticas fiscales y/o monetarias relajadas, la única manera de luchar contra los déficit comerciales consiste en eliminar los impuestos sobre el ahorro y en restaurar el equilibrio presupuestario y la política monetaria saludable.”<sup>15</sup>

## 2. El milagro keynesiano de la política monetaria

De modo que para Karlsson la causa de la situación actual se encuentra en el empecinamiento de la política monetaria de la Fed y en la política fiscal del presidente Bush tratando de reproducir el “milagro keynesiano” de la conversión de piedras en panes. Todo ello traería su causa, según este analista del Instituto Von Mises, del olvido en que parecen haber caído las enseñanzas de su maestro.<sup>16</sup> De ahí que el juicio que le merecen las declaraciones que viene haciendo Alan Greenspan desde los tiempos de la “exuberancia irracional” no sea excesivamente favorable. Y mucho menos las declaraciones del pasado mes de febrero en que el *chairman* de la Fed confesaba que los bajos rendimientos de los bonos y notas del Tesoro a largo plazo le resultaban enigmáticos (*a mysterious conundrum*). Después de lo que ha llovido desde 1996, ésto a Karlsson le parece poco menos que una desfachatez:

“Que la Fed diga estar desconcertada por estos fenómenos sólo significa que está tratando de absolverse a sí misma de cualquier culpabilidad derivada de los bajos tipos de interés y de los problemas que están creado. Pero la Fed es tan culpable de ésto como lo fue de proporcionar el combustible para ‘la exuberancia irracional’ de la burbuja de las acciones de las empresas tecnológicas.”

Porque, por mucho que Bernanke y Greenspan traten de enmascararlo apelando a la obsesión por el ahorro –derivada del envejecimiento demográfico de Japón y de otros países ricos– y a la idiosincrasia de los bancos centrales asiáticos –que, tras el trauma de las crisis monetarias de los noventa, están obsesionados por constituir una montaña de reservas para cubrirse contra acciones especulativas–, la solución del enigma de los bajos tipos de interés –tanto a corto como a largo plazo– es verdaderamente sencilla:

“En conclusión, la explicación del bajo rendimiento de los títulos emitidos por el

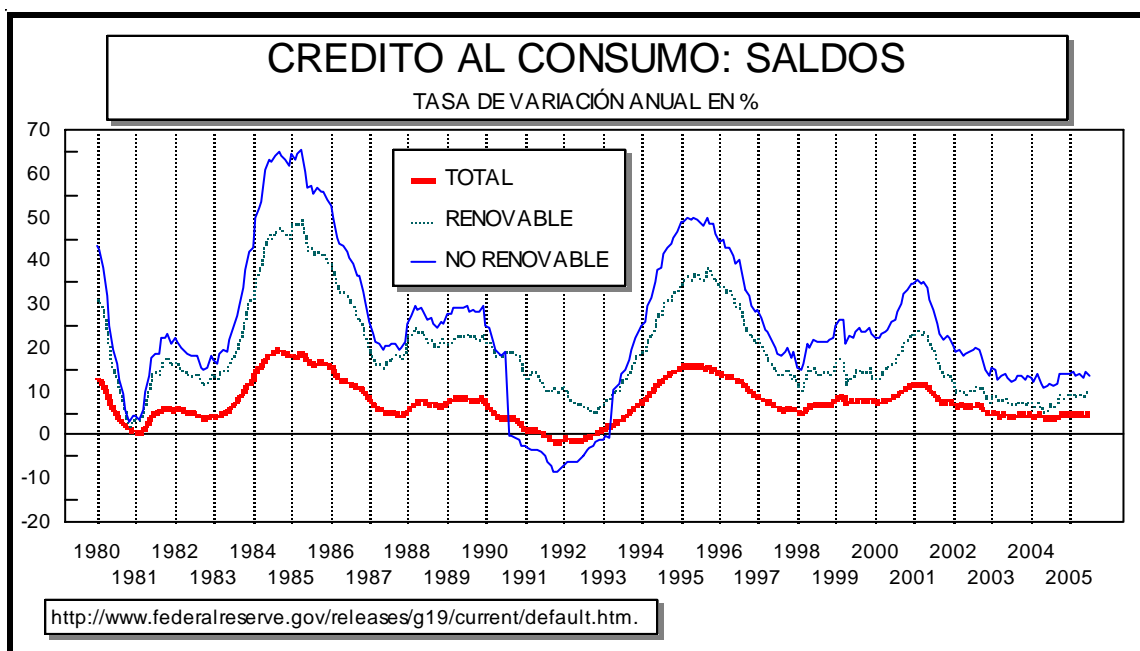
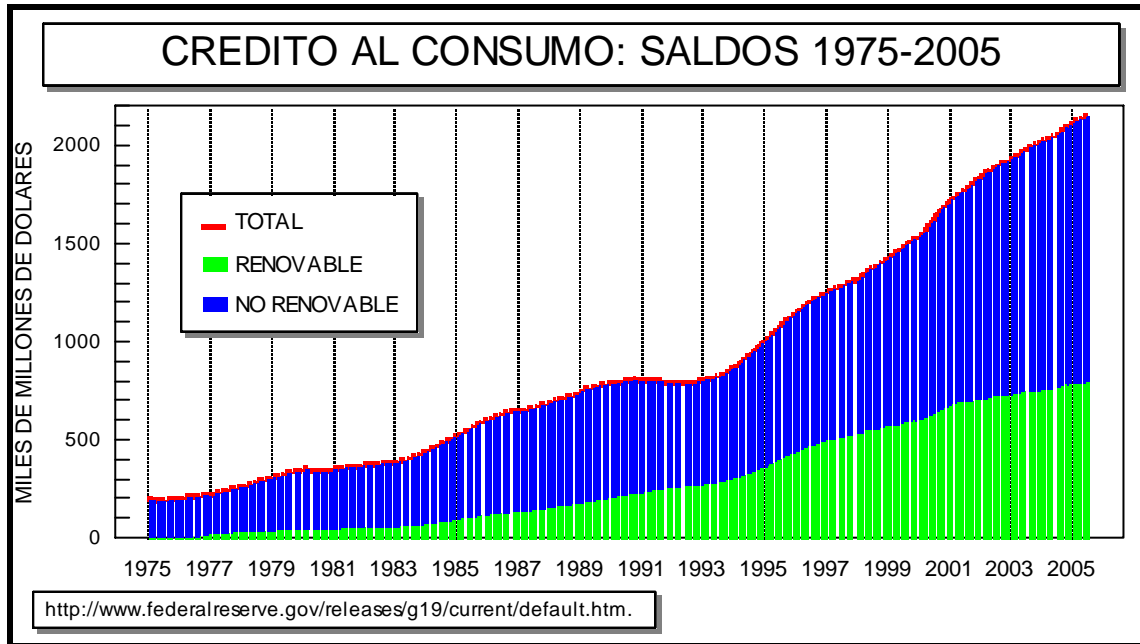
---

<sup>14</sup> Véase Ben S. Bernanke, “The Global Saving Glut...”, ya citado.

<sup>15</sup> *Ibid.*

<sup>16</sup> Véase Ludwig von Mises, “Stones into Bread: The Keynesian Miracle”, <http://www.mises.org/story/1840>

Gobierno de EEUU no está ni en las expectativas sobre baja inflación ni en el descenso global en las preferencias temporales (o 'superabundancia global de ahorro'), sino en la inyección de dinero por la Fed y los otros bancos centrales y en la especulación sobre unas perspectivas de elevados niveles de inyección monetaria en el futuro."<sup>17</sup>



En realidad, la escalada del crédito al consumo en EEUU desde 1993 –representada en los dos gráficos adjuntos– apenas se ha visto corregida por la política practicada por la Fed a partir de la explosión de la burbuja tecnológica en la primavera de 2000. Tras el tratamiento de choque antiburbuja de 2001 –en que el crecimiento anual de enero a julio alcanzó el 11,1%, frente al 8,2% de 2000–, la desaceleración se detuvo a partir de 2003, ya que entre enero y julio de 2005 el crecimiento anual medio se situó en el 4,6% (frente al 4,7% de

<sup>17</sup> Véase S.M.I. Karlsson, "Greenspan's Mysterious Conundrum", 12/VII/2005, <http://www.mises.org/story/1859>

2003). A la vista de estas cifras caben pocas dudas acerca de que ese es el motor que produjo la explosión del consumo y la formación de burbujas. Para interpretar las series históricas, ha de tenerse en cuenta, además, que se trata de magnitudes nominales, cuyo impacto sobre el consumo real se ha visto multiplicado por el rápido descenso de la inflación que se observa en el Gráfico A.1 del Anexo: *grosso modo*, desde una media del 5% anual durante los años noventa a un 2% en 2005 en las economías avanzadas –y de un 15% a un 5% en los países en desarrollo<sup>18</sup>–, en un contexto de convergencia de la inflación a escala global.

De modo que el único enigma es hasta cuándo puede durar una situación cuyo diagnóstico resulta evidente pero cuyos causantes se niegan a reconocer –y a actuar en consecuencia–, lo que no hace más que seguir agravando los problemas, introduciendo una perspectiva a medio plazo verdaderamente sombría, en la que aparece el fantasma del proteccionismo:

“Para el conjunto de la economía mundial esperamos que el auge actual se mantenga en el corto plazo, pero al precio de agravar los desequilibrios económicos globales. La deuda de América continuará aumentando, mientras el crecimiento del resto del mundo dependerá todavía más de sus exportaciones hacia América. A medio plazo, un fuerte aumento de los tipos de interés reales y/o un descenso de la confianza desencadenarán una recesión en América que se difundirá por todo el mundo a través de la caída de sus exportaciones hacia América. Lo uno y lo otro se deberá a la caída de la demanda derivada de la recesión y a los efectos indirectos de la depreciación del dólar y, posiblemente, al efecto de medidas proteccionistas severas. Esto vendrá a añadirse y agravará los problemas internos en el resto del mundo.”<sup>19</sup>

Eso no quiere decir que el *boom* del primer ciclo económico verdaderamente global haya sido provocado exclusivamente por la borrachera monetaria de la Fed. Para Karlsson, el otro factor impulsor ha sido la liberalización gradual del comercio mundial, y especialmente la de las dos mayores economías del tercer mundo, China e India, con niveles de protección efectiva que, en el caso de China, han pasado de unos aranceles medios del 41% en 1992 al 6% en 2004. Además, la adopción en estos países de economías de mercado abiertas garantiza una base mucho más sólida a largo plazo para la economía global.

El problema estriba en que el principal impulso y la dirección del ciclo económico mundial proviene del tirón del consumo americano, que se transmite al resto del mundo a través del déficit de la balanza por cuenta corriente. Y este tirón no puede durar, una vez que la deuda del sector privado ha crecido hasta un nivel superior al 150% de su riqueza –estando ésta considerablemente sobrevaluada, en títulos valores y, sobre todo, en el valor de la vivienda–:

“Pero hay también un lado más oscuro en el auge actual derivado de la política de dinero barato practicada por la Reserva Federal. Porque la economía americana no es la única que se apoya sobre unos cimientos tan inestables. *La mayoría de las restantes economías del mundo dependen igualmente de las políticas de dinero barato de la Fed* [cursivas del autor: AE]. Esto se debe, en parte, a que el crecimiento del resto del mundo ha visto aumentar su dependencia respecto de su superavit comercial con América –derivado del crecimiento excesivo de la demanda, provocado por la política de la Fed– y, en parte, porque la presión hacia la depreciación del dólar derivada de los bajos tipos de interés ha hecho que otros bancos centrales emulasen la política de dinero barato de la Fed para evitar que sus monedas se apreciaran demasiado rápidamente respecto al dólar. Por otra parte, el desarrollo económico del

<sup>18</sup> Véase Stephen Roach “Global Inflation Convergence”,  
<http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20050719-tue.html>

<sup>19</sup> Véase S.M.I. Karlsson, “The Future of the World Economy”, 29/IV/2005, <http://www.mises.org/story/1804>

mundo también es se ve lastrado por los problemas estructurales de Europa y Japón.”

20

Este crecimiento explosivo de la riqueza inmobiliaria de los hogares norteamericanos –como antes el de su riqueza mobiliaria, que, a fuerza de liquidez, ha recuperado buena parte de su vigor–<sup>21</sup> es perfectamente volátil. Sin embargo, el sistema político no remunera en el medio plazo a quien actúa con prudencia, sino al contrario. Las burbujas de uno y otro signo son utilizadas por los políticos del corto plazo –en este caso, por la administración republicana– para adoptar un tipo de medidas que no hacen sino cavar la fosa fiscal para el futuro, apoyándose en los incrementos de recaudación del impuesto sobre la renta –imputada por los contribuyentes, como consecuencia, en parte, de las burbujas– para justificar reducciones de impuestos abocadas a empeorar las perspectivas del déficit, sabiendo que aumentos de recaudación extraordinarios –como el que se registra en 2005– son pan para hoy y hambre para mañana, porque no se deben a la curva de Laffer –la denominada “economía Vudú”–,<sup>22</sup> sino al espejismo provocado por la política monetaria de la Fed.<sup>23</sup>

Por supuesto, si Europa y Japón hubiesen resuelto sus problemas estructurales y estuviesen creciendo podrían haber resistido la apreciación de sus divisas frente al dólar y practicado una política monetaria compatible con el equilibrio macroeconómico a largo plazo. De este modo hipotético, la alocada trayectoria monetaria de la Fed hace tiempo que habría encontrado una respuesta adecuada en los mercados. Pero éstos no actúan porque prácticamente nadie tiene adónde ir, y así la Fed puede campar por sus respetos, presentando su actuación como una política benemérita, destinada a suplir la escasez de demanda global –¡e incluso a combatir la amenaza de trampa de liquidez en las otras dos áreas del G3!–

### 3. La amenaza de trampa de liquidez y la curva de Phillips neokeynesiana

Así que en lugar de emplear eufemismos tales como el de la “plétora de ahorros”, más valdría comenzar a hacer frente al problema de la trampa de liquidez, definida, en sentido amplio, como toda situación en la que la política monetaria deja de surtir efectos –en este caso, en realidad, sí que está surtiendo efectos, aunque éstos sean negativos–. Eso es lo que hicieron los economistas de Morgan Stanley en su mesa redonda del 12 julio, discutiendo la situación de la zona Euro.<sup>24</sup> Ciertamente, la definición clásica de trampa de liquidez no encaja completamente con la situación de la Eurozona, porque aquí todavía el consumo está creciendo –aunque poco y a costa del ahorro– y los precios también crecen, aunque poco, e igual sucede con los pagos por empleado, si bien desde 2004 estos últimos ya lo hacen una o dos décimas por debajo del deflactor del consumo privado (cuyas tasas fueron del 1,7 y 1,8%, respectivamente, en 2005, aunque con una caída prevista para el salario real alemán del 1,3%).<sup>25</sup> En cambio, el Banco Central Europeo y muchos otros economistas piensan que la economía del continente no respondería positivamente a nuevas reducciones del tipo de interés –situación que corresponde a la de la definición más sucinta y pragmática de trampa de liquidez–.

En la zona Euro, la diferencia más sustancial respecto a los tiempos de Keynes consiste en

<sup>20</sup> *Ibid.*

<sup>21</sup> En septiembre de 2005 el índice SP500 se situó en 1240, tras caer de 1500 a 800 entre el otoño de 2000 y el de 2002 ([http://stockcharts.com/def/servlet/Favorites.CServlet?obj=ID369857&cmd=show\[s57403520\]&disp=0](http://stockcharts.com/def/servlet/Favorites.CServlet?obj=ID369857&cmd=show[s57403520]&disp=0)). El IBEX-35 superó el nivel medio de 1999 ([http://www.ahorro.com/acnet/fichas/ficha\\_indice\\_graficos.acnet](http://www.ahorro.com/acnet/fichas/ficha_indice_graficos.acnet)).

<sup>22</sup> Véase Nouriel Roubini, “Deja Vu Voodoo Economics... or Supply Side Voodoo Black Magic...”, 20/VI/2005, <http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/91202/>

<sup>23</sup> Véase Richard Kogan e Isaac Shapiro, “Revenue Collections in 2005: What Does the Recent Increase in Revenues Signify?”, <http://www.cbpp.org/7-12-05bud.htm>

<sup>24</sup> Véase Eric Chaney y Stephen Li Jen (con Takehiro Sato y David Miles), “Euroland: Debating the Liquidity Trap Hypothesis”, 12/VII/2005, <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20050712-tue.html>

<sup>25</sup> Véase OCDE, *Economic Outlook*, nº 77, 2005, base de datos, anexo, tablas 11 y17.

que los descensos de los tipos de interés no provocan actualmente elevaciones de salarios, lo que se atribuye al descenso del poder de los sindicatos en la negociación colectiva. Tal descenso se debe en parte –y se superpone- al actual contexto de competencia global, cuyos efectos se ven reforzados por las políticas intervencionistas de tipo de cambio de los países periféricos, que utilizan el superávit de la balanza comercial como motor de crecimiento–. A todo ello han venido a unirse ahora los bajos salarios prevalecientes en los países europeos recién incorporados a la UE. Sin embargo, esta mayor concurrencia –y la actual fortaleza del Euro– no se ve complementada con reducciones de precios del mismo orden por causa de la escasa concurrencia en el sector minorista. Esta asimetría adopta en Francia la forma del “síndrome del fontanero polaco” –que amenaza por igual al asalariado y al empresario francés del sector servicios– y no sólo es la causa del frenazo en el avance hacia la Europa política, sino que puede tener también efectos económicos graves.

En efecto, la nueva curva de Phillips (NKPC) –reconstruida, con perspectiva nekeynesiana, desde el lado de la oferta– indica que los movimientos de la inflación resultan gobernados por los de los costes marginales, determinados, a su vez, en buena medida por los de los costes laborales unitarios (CLU) –sobre los que influye el margen monopolista de los mercados de trabajo (*wage markup*), cada vez más reducido–, y por los de capital, cuyas fluctuaciones cíclicas dependen del nivel de utilización de la capacidad –actualmente muy bajo en Europa–. Con carácter general, los análisis realizados a partir del modelo Galí-Gertler<sup>26</sup> indican que el proceso de determinación de los salarios ha completado la transición desde una orientación retrospectiva (*backward-looking*), a la hora de internalizar la inflación, hasta otra anticipativa (*forward-looking*), de modo que la principal fuente de rigidez nominal no proviene actualmente de los salarios, sino de los precios.<sup>27</sup>

En la Unión Europea la inflación parece haberse venido comportando también con arreglo al modelo de la NKPC, aunque hasta hace muy poco los estudios sobre sus determinantes<sup>28</sup> indicaban que la persistencia (histéresis) de los salarios europeos desempeñaba un papel de retroacción todavía más relevante que la de los precios –resultando ambas complementarias–. Paradójicamente, esta superior resistencia de los salarios europeos a la baja, por comparación con los mercados de trabajo de otras áreas, puede haber contribuido en el pasado a retrasar la aparición de la trampa de liquidez y a paliar los efectos de la recesión por la que han atravesado algunas de las grandes economías de la Eurozona. Por contraposición a lo que ocurre con la rigidez derivada de la escasa movilidad del factor trabajo, que sigue considerándose como la principal amenaza de estancamiento para la economía europea, esta otra forma de “rigidez” laboral ha tenido algunos efectos positivos.

Sin embargo, el “excepcionalismo europeo” en materia salarial parece estar cambiando. En las NKPC simplificadas representadas en el Anexo puede observarse que, dentro del G3, en 2005 la tasa de crecimiento de los CLU sólo será superior al del deflactor del PIB en EEUU, guardando una y otra aproximadamente estos últimos años una relación de dos a uno (en 2005, 2,2% los CLU frente a 1,8% el deflactor). En la Eurozona, en cambio, la relación se invierte (1,7% frente a 1,8%), mientras que en Japón uno y otro se encuentran en el cuadrante deflacionista, pero con un desequilibrio todavía superior a favor del deflactor, que cae menos que los CLU (-1,8% estos últimos, frente a -1,2% el deflactor en 2005). Esto significa que en las dos áreas amenazadas por la trampa de liquidez son los precios los que ofrecen ahora resistencia a la baja respecto a los CLU. Y, en un contexto de ciclo recesivo, ésto sólo puede deberse a un problema de competencia, especialmente en el sector

<sup>26</sup> Véase Jordi Galí y Mark Gertler, “Inflation Dynamics: A Structural Econometric Analysis”, *Journal of Monetary Economics*, 44 (1999), pp. 195-222, <http://www.nyu.edu/econ/user/gertlerm/jme99.pdf>

<sup>27</sup> Véase Katharine S. Neiss y Edward Nelson, “Inflation Dynamics, Marginal Cost, and the Output Gap: Evidence from Three Countries”, mayo 2002, <http://www.nber.org/~confer/2002/isom02/nelson.pdf>

<sup>28</sup> Véase Marika Karanassou, Héctor Sala y Dennis J. Snower, “The European Phillips Curve: Does the NAIRU Exist?”, *Applied Economics Quarterly*, 2003, nº 49 (2), pp. 93-121. También en <ftp://ftp.iza.org/dps/dp876.pdf> [IZA DP 876].

minorista –además de los efectos del *shock* del petróleo–. De confirmarse, este cambio en las pautas de funcionamiento del mercado de trabajo europeo puede resultar especialmente significativo y elevar la amenaza de trampa de liquidez. La opinión de Eric Chaney, de Morgan Stanley, es contundente: Contra los temores a que la escalada de los precios del Brent trajese de nuevo la stagflación,

“De acuerdo con las declaraciones de varios funcionarios del ECB, incluyendo a su director, Otmar Issing, no hay la menor señal de inflación salarial en el área Euro. La razón principal para ello se encuentra en los altos índices de desempleo de la mayoría de las economías y en la desconexión entre los salarios nominales y la inflación. La buena y vieja curva de Phillips no está muerta.”

Con el problema adicional de que la eliminación de la amenaza de inflación de salarios apenas tiene efectos positivos sobre el empleo. Esto se debe en parte al exceso de regulación del mercado de trabajo:

“El segundo considerando es que la remuneración efectiva por empleado está decayendo en términos reales (1.8%-2.0%), una situación que recuerda... ‘la recuperación sin salarios’ de la que habla Stephen Roach. Sin embargo, el cuadro macroeconómico subyacente no es el mismo [que el norteamericano]:... la zona Euro todavía está luchando con una tasa de desempleo cercana al 9%. En estas condiciones, una caída de los salarios reales no resulta demasiado anormal, especialmente tras las consecuencias de un segundo choque del petróleo [los precios del petróleo crudo han aumentado en torno al 200% en términos reales desde 2001]. Lo que ya no resulta tan normal es que el empleo se encuentre también en situación de práctico estancamiento, a pesar de un crecimiento razonable del PIB, y que el empleo creado... provenga sobre todo... de las agencias de empleo temporal y de los servicios del Estado. Que la parte más dinámica del mercado de trabajo sea empleo temporal habla claramente de la urgencia en liberalizar los mercados de trabajo y en eliminar las barreras de entrada. Ésa sería la mejor contribución que podrían hacer los gobiernos al aumento del consumo, que es precisamente el género más escaso en esta pata del ciclo económico.”<sup>29</sup>

Pero ésta es solo una parte del problema puesto que los mercados de productos y servicios experimentan una sobrecarga regulatoria similar o superior, y eso es lo que provoca, como decíamos, que la mayor capacidad de ajuste de los salarios tope con una fuerte resistencia a la baja de los precios, que produce la compresión del consumo y es la verdadera causa de la escasez de demanda real. Por supuesto, la situación experimenta ligeras diferencias entre países. En el caso de España, además de la adopción de pautas de negociación salarial orientadas por la inflación prevista, la concentración temporal de las cuatro grandes políticas de competencia –las de liberalización, desregulación, privatización y competencia propiamente dicha– durante los últimos veinticinco años, partiendo de un punto de partida extremadamente cerrado, proporcionan la apariencia –e incluso un cierto impulso inercial– de un dinamismo competitivo que todavía dista mucho de resultar adecuado. En general, las principales reformas han ocurrido durante las fases de menor crecimiento, mientras que la experiencia acumulada enseña que para minimizar la duración de estas etapas es preciso mantener el pulso reformador durante las de fuerte crecimiento,<sup>30</sup> porque la competencia es el arma para hacer conciliable el crecimiento del empleo con el de la productividad, y esa compatibilidad es la clave para el crecimiento económico sostenible. Eso es, precisamente, lo que le falta a Europa.<sup>31</sup>

<sup>29</sup> Véase Eric Chaney, “Euroland: Jobs or Wages?”, 18/VII/2005, actualizado (entre corchetes) con “Discounting Higher Oil Prices”, 7/IX/2005, <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/latest-digest.html>

<sup>30</sup> Véase Miguel Ángel Fernández Ordóñez, “La política de Competencia en España”, *Papeles de Economía Española*, nº 100, 2004, “25 años de Información Económica”, vol. II, pp. 124-132.

<sup>31</sup> Véase José Viñals Iñiguez, “El modelo económico y social europeo: ¿una trinidad inconsistente?”, nº 820,

Sucede que éste es el tipo de medidas más difícil de diseñar y de aplicar, precisamente porque se trata de reformas sistémicas en las que importan tanto los cambios en cada pieza del sistema –en esta caso, las políticas de competencia y de mercado de trabajo– como la simultaneidad y la buena sincronización de las mismas, sin las cuales las reformas parciales pueden resultar, incluso, contraproducentes.<sup>32</sup> Las reformas conducentes a la flexibilidad del mercado de trabajo facilitan los ajustes de empleo, elevan la productividad de las empresas y reducen sus CLU. En ausencia de competencia, sin embargo, tal reducción de costes no se trasmite a los precios, lo que bloquea la elevación de la capacidad adquisitiva del consumidor e impide el subsiguiente aumento real de la demanda, de modo que las pérdidas de empleo derivadas del ajuste en el mercado de trabajo no se recuperan y el empleo global –y la demanda– desciende.

Probablemente el país más rezagado en la transición desde una curva de Phillips retrospectiva a otra anticipativa sea Italia, en donde, con independencia de la especificación del modelo de NKPC que se utilice, el resultado indica que los fijadores de precios *backward-looking* resultan, al menos, tan numerosos como los *forward-looking*, e incluso predominan en muchas ramas del sector manufacturero.<sup>33</sup> En cambio, parece que los fijadores de salarios sí han llevado a cabo la transición, ya que las estimaciones para 2005 de crecimiento del deflactor y de los CLU resultan prácticamente coincidentes (2,1% y 2,2%) y la correlación entre el índice de precios al consumo y los CLU pasó del 0,58 en 1965-1979 al 0,18 entre 1991 y 2004, de acuerdo con las estimaciones del BIS, que resultan muy similares a las de Alemania (0,47 y 0,19) y algo menos avanzadas que las de Francia (0,75 y 0,11).<sup>34</sup>

Como la productividad del trabajo en la Eurozona sigue creciendo (a un ritmo previsto por la OCDE del 0,6% en 2005), así como las remuneraciones por empleado (que crecerán al 1,7%) el crecimiento de los costes laborales unitarios se mantiene por debajo del deflactor del PIB (con crecimientos del 1,1% y el 1,5%, respectivamente en 2005), con el consiguiente crecimiento de los beneficios. Todo ello deprime el poder adquisitivo de los salarios y comprime el crecimiento del consumo en términos reales, lo que desincentiva la inversión. En tales circunstancias, la política monetaria sólo influye sobre el ahorro, pero no sobre el consumo privado (con una previsión de crecimiento real del 1,3% en la Eurozona para 2005), ni sobre la inversión (con una previsión de crecimiento real de la formación bruta privada de capital fijo no residencial del 2,3% y residencial del 1%). Ésto sitúa la previsión de crecimiento real de la demanda interna para 2005 en 1,5%, todavía tres décimas por encima del crecimiento previsto para el PIB, lo que arroja un saldo de ahorro neto ligeramente negativo para el conjunto de la zona, pero con grandes diferencias entre países. Además, esas previsiones de crecimiento del PIB se están viendo revisadas tras el nuevo aumento de los precios del petróleo denominados en Euros durante el verano, que pueden significar una décima menos de lo estimado previamente para 2005 y cuatro décimas menos para 2006 (en que el crecimiento de la Eurozona podría situarse en el 1,7%, en lugar del 2,1%).<sup>35</sup>

Y si de la situación actual pasamos a las perspectivas a medio plazo, la persistencia de un peso del sector público en torno al 50% del PIB en las tres mayores economías de la zona y de un electorado fuertemente recalcitrante frente a las imprescindibles reformas del Estado de bienestar convierten en perfectamente verosímil la amenaza futura de la trampa de

---

enero-febrero 2005, pp. 55-71, <http://www.revistasice.com/Estudios/ICE/ICE1-new.asp>

<sup>32</sup> Véase Richard B. Freeman, "The Large Welfare State as a System", *American Economic Association Papers and Proceedings*, vol. 85, nº 2 (1995), pp. 16-21.

<sup>33</sup> Véase Carla Massidda, "Estimating the New Keynesian Phillips Curve for Italian Manufacturing Sectors", enero 2005, *FEEM Working Paper*, nº 12.05, <http://ssrn.com/abstract=657142>

<sup>34</sup> Véase *BIS 75th Annual Report*, 27/VI/2005, p. 74, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2005e.pdf>

<sup>35</sup> Véase Eric Chaney *et alia*, "Euroland: Discounting Higher Oil Prices", 7/IX/2005, <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/digests.html>

liquidez<sup>36</sup> –ahora sí, definida en el sentido clásico de la Teoría General–, en que la escasez de demanda llega a hacerse insensible a la política monetaria, porque la demanda de ahorro crece y la gente prefiere mantener saldos líquidos, o colocados en activos sin riesgo, en lugar de invertirlos, dados los niveles prácticamente irrelevantes de los tipos de interés real –que son negativos ya en algunos países de la zona–. En los albores del siglo XXI la urgencia de acometer las transformaciones estructurales se ha visto enmascarada por la aparición del Euro, que ha proporcionado una apariencia de moneda fuerte e invulnerable mientras se mantuvo la tensión reformista implícita en la voluntad de avanzar hacia una mayor armonización –que sólo podía ser liberalizadora–. Pero tras el fiasco de la Constitución Europea las cosas pueden cambiar. A medida que transitamos hacia un mundo con tipos de interés normales y con verdadera competencia en la asignación de fondos, probablemente los mercados serán menos complacientes con la financiación de los abultados déficits de las grandes economías europeas. Y, cuando eso ocurra, los gobiernos tendrán que acometer reformas, so pena de entrar en una espiral que podría poner en riesgo la existencia a largo plazo del propio Euro, como señala con acierto Grant Nülle.<sup>37</sup>

Por supuesto, la situación no es todavía tan grave ni inminente como la experimentada por Japón durante la década pasada, en que el pinchazo de la burbuja inmobiliaria destruyó los balances de los hogares y de las empresas, hundiendo la iniciativa empresarial. Takehiro Sato, de Morgan Stanley, se sorprende de que el BCE no utilice el margen de maniobra que todavía le queda,<sup>38</sup> sin darse cuenta de que el ejemplo y la interminable lista de estudios sobre lo ocurrido durante más de un decenio en Japón está ahí y en Europa –como sucedió previamente en Estados Unidos– todos los agentes lo tienen presente y se comportan anticipando una situación perfectamente previsible, como corresponde a la sociedad reflexiva –o, simplemente, al modelo de expectativas racionales–.

#### 4. ¿Qué hay realmente detrás de los desequilibrios globales?

El discurso de Ben Bernanke de marzo-abril de 2005 imputando la responsabilidad sobre el déficit comercial norteamericano a la existencia de una plétora mundial de ahorros tuvo la virtud de desencadenar un debate que todavía no está cerrado. Los primeros en reaccionar desde Nueva York fueron los dos grandes *bloggers* Nouriel Roubini y David Altig –replicados enseguida por Brad DeLong y Brad Sester–,<sup>39</sup> a quienes el *Wall Street Journal* invitó a cruzar sus argumentos el 29 de marzo.<sup>40</sup> Roubini constató que desde 2001 los flujos financieros hacia EEUU dejaron de afluir a la bolsa –como había venido sucediendo durante los años noventa– y se concentraron en los bonos del Tesoro: desde entonces, quienes han comprado los bonos emitidos son no residentes, y entre dos tercios y tres cuartos de estos inversores son bancos centrales –especialmente los asiáticos, aunque no sólo ellos–. El flujo

<sup>36</sup> Véase OCDE, *Economic Outlook*, nº 77, 2005, base de datosd, anexo, tablas 12, 11 y 16. Para las perspectivas, véase Karlsson, “The Future of the World Economy”, ya citado. Para el arraigo de las ideologías bienestarristas en el país fundador del Estado de bienestar bismarckiano, véase Frank Vogelgesang, “The Meltdown of the German Welfare State”, 22/VII/2005, <http://www.mises.org/story/1868>. De ahí que en la última confrontación electoral alemana los partidos hablasen de un “choque de civilizaciones políticas” (*Richtungswahlkampf*). Véase Tilman Spengler, “Germany’s Time of Choice”, 13/IX/2005, [http://www.opendemocracy.net/globalization-institutions\\_government/election\\_2825.jsp#](http://www.opendemocracy.net/globalization-institutions_government/election_2825.jsp#). Finalmente, el empate entre los dos grandes partidos y la distribución del voto entre los menores hicieron extremadamente difícil la búsqueda de una coalición viable de gobierno tras las elecciones del 18 de septiembre, que reflejaron la situación de bloqueo en el proceso de elección social al que se enfrenta la sociedad alemana. En *Un problema de elección social: la reforma del Estado de Bienestar en Europa* (RIE, DT 2004/8) interpreté este estado de las preferencias sociales en términos del “Teorema de la Imposibilidad”, de Kenneth Arrow, que apela a fórmulas de democracia consociativa. De ahí que Dieter Nohlen considerase “razón y necesidad de Estado” la formación de un gobierno de gran coalición (<http://www.dw-world.de/dw/article/0,1564,1714100,00.html>).

<sup>37</sup> Véase Grant Nülle, “Is the Euro Forever?”, 26/VII/2005, <http://www.mises.org/story/1857>

<sup>38</sup> En “Euroland: Debating the Liquidity Trap Hypothesis”, ya citado.

<sup>39</sup> Brad Setser es *Head of Global Research* de *rgemonitor.com*, el servicio económico de Nouriel Roubini.

<sup>40</sup> Véase “Does Overseas Appetite for Bonds Put the US Economy at Risk?”, Econoblog, *The Wall Street Journal*, 29/III/2005, <http://online.wsj.com/public/resources/documents/econoblog03292005.htm>

ha sido tan importante que actualmente más de la mitad de los bonos del Tesoro están en manos de no residentes (y, oficialmente, el 30% en manos de bancos centrales; *de facto*, mucho más), lo que ha permitido también refinanciar a bajo coste la deuda anteriormente emitida (de modo que su cotización caerá al subir los tipos de interés). El déficit fiscal financiado con nuevas emisiones y reduciendo el servicio de las antiguas se ha canalizado hacia los hogares vía reducciones de impuestos, impulsando el crecimiento de la demanda – sobre todo de consumo–, que se dirige hacia la importación y aboca al desequilibrio de la balanza por cuenta corriente. De modo que Roubini da la razón parcialmente a Bernanke.

En lo que no le da la razón es en el margen de sostenibilidad de esta situación, ya que los bancos centrales decidirán –antes pronto que tarde– diversificar sus carteras de reservas en orden a evitar pérdidas futuras de capital –cuando dejen de intervenir sobre su propio tipo de cambio y el dólar se deprecie– y a reorientar una estrategia de crecimiento que hasta ahora se ha basado en la exportación y el superávit de la balanza comercial (el denominado régimen de Bretton Woods II: RBWII), pero que ya está provocando un exceso tal de base monetaria que conduce a la aparición de burbujas y al sobrecalentamiento de las economías asiáticas (como sucedió en Europa y Japón con el RBWI), por mucho que las autoridades chinas hayan controlado la entrada de capitales para limitar tal expansión y esterilizado parte de la ampliación de la base monetaria derivada de su política de reservas (aproximadamente la mitad, según Altig y Roubini), emitiendo bonos denominados en Yuans.<sup>41</sup>

Porque si las cosas llegasen tan lejos como para provocar un aterrizaje forzoso en ese extremo del mundo, el golpe para el otro extremo sería tremendo, lo que retroalimentaría la velocidad y la profundidad de la propia caída asiática. De modo que la política oficial de los bancos centrales de esa zona –diseñada inicialmente para protegerse de crisis regionales como las de 1997/98– puede, de no desandarse el camino con sumo cuidado, constituir el desencadenante de una crisis mucho más estruendosa, porque esta vez será de naturaleza global. Hay muchas y muy buenas razones para que esta política cambie. Pero la más poderosa de ellas es que resulta conveniente no sólo para el sistema económico global – que también–, sino para sus propias economías, y en primer lugar para las de China e India.<sup>42</sup> De modo que el final de esa etapa es fácilmente previsible,<sup>43</sup> y existen ciertas probabilidades de que –aún a falta de mecanismos de coordinación– todos se vean obligados a actuar de forma cooperativa. Y ello, no por buena voluntad altruista, sino por el miedo a que un comportamiento *free-rider* produzca reacciones y retroacciones en cadena que conduzcan al caos. Si esto es así, el sistema económico global estaría manteniéndose en pie bajo el mismo tipo de equilibrio que resultó de la estrategia de disuasión atómica durante la guerra fría. Además, la coyuntura para acometer el cambio parece oportuna, dado que Japón aparenta finalmente salir de su largo letargo, y la abultada victoria del LDP permite avanzar por el camino de las reformas.<sup>44</sup>

Lo que está descartado, sin embargo, es que pueda darse un parto sin dolor. El cambio será doloroso en cualquier caso –y más doloroso, cuanto más se dilate–, porque la diversificación de activos interrumpirá el flujo de financiación hacia América, lo que se traducirá en una caída del dólar que resultará tanto más brusca cuanto más irresponsablemente actúen los

<sup>41</sup> Véase Nouriel Roubini y David Altig, “Whither the Yuan?”, Econoblog, *The Wall Street Journal*, 21/VII/2005, 6:38pm, <http://online.wsj.com/public/article/0,,SB112195421057192103,00.html>

<sup>42</sup> Sobre el caso de China, véase Morris Goldstein, “Adjusting China’s Exchange Rate Policies”, *Institute for International Economics*, <http://www.iie.com/publications/wp/wp04-1.pdf>. Sobre la estrategia india, véase Ajay Shah e Ila Patnaik, “India’s Experience with Capital Flows: the Elusive Quest for a Sustainable Current Account Deficit”, mayo 2005, <http://papers.nber.org/papers/w11387.pdf>

<sup>43</sup> Véase Nouriel Roubini y Brad Setser, “Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006”, <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/papers/BW2-Unraveling-Roubini-Setser.pdf>

<sup>44</sup> Véase Takehiro Sato, “Japan: Towards 3% Real Growth”, 25/VII/2005, y Robert Alan Feldman, “Japan: Stunning Beyond Belief – Victory to Speed Reform”, 12/IX/2005, <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/digests.html>

asiáticos, por mucho que los norteamericanos hayan venido *mordiendo la mano que les da pan* –en palabras de Roubini–, al exigir a voz en grito la revaluación inmediata del Yuan. Esto quizá se deba a que, considerando inevitable el ajuste, Greenspan y el Tesoro estuvieran buscando un chivo expiatorio al que endosarle la responsabilidad del desencadenamiento de la crisis y tratando de evitar, al mismo tiempo, que prosperen las tendencias proteccionistas que se abren paso entre la clase política<sup>45</sup> –algo que afecta también negativamente a las autoridades chinas–. Los expertos consideran que la libre flotación en el mercado produciría una revaluación del Yuan entre el 20% y el 30%.<sup>46</sup> Una caída tan rápida del dólar –con el consiguiente hundimiento de la demanda de bonos– induciría una fuerte elevación de los tipos de interés a largo plazo y una profunda caída en los precios de todos los activos sobrevaluados (algo muy parecido a lo ocurrido en Japón a comienzos de los noventa). Por contraposición a lo que reza la canción de Serrat, en este caso la verdad es triste, aunque no tenga remedio. O más bien, no tiene remedio halagüeño para el público norteamericano –y con él, para todos los que dependemos de una economía global asociada a la suya–. El único antídoto es un ajuste fiscal al que la administración republicana se resiste porque significa la negación de todo su programa económico. La conclusión de Roubini –que viene a unirse a una larga serie de economistas–<sup>47</sup> es tan rotunda que le lleva a vindicar al ex secretario del Tesoro, Larry Summers, cuando habló de “un equilibrio del terror financiero”:

“Sin un serio ajuste presupuestario y fiscal en EEUU una caída adicional del dólar difícilmente puede resultar benigna. Con ella mejoraría la balanza por cuenta corriente de EEUU pero solo mediante una caída del consumo y la inversión arrastrados por tipos reales de interés mucho más elevados, una vez que los bancos centrales extranjeros dejen de financiar beatíficamente el déficit gemelo de Norteamérica. Como dijo el ex secretario del Tesoro de EEUU, nos enfrentamos a un ‘equilibrio del terror financiero’, en el que la disminución de la buena voluntad de los bancos centrales de China y de otros países para financiar la imprudente política fiscal de EEUU conducirá a un aterrizaje real y financiero extremadamente duro.”

La revaluación del Yuan el 21 de julio de 2005 y la adopción por China de una política de flotación “sucias” –o sea, controlada, dirigida a mantener una cierta estabilidad y a limitar las fluctuaciones diarias a un 0,3%, política impropia del ideal neoclásico de los mercados “limpios” y perfectos–, vienen a ser la consecuencia casi inevitable de todo este razonamiento, que, aunque algo tarde, ha terminado por imponerse, arrastrando tras de sí a Malasia en la adopción del régimen de tipo de cambio *basket, band and crawl* (BBC: “cesta, banda y paso lento”), practicado hasta ahora por Singapur con notable éxito.<sup>48</sup> Por otra parte, más vale que las autoridades chinas –y algunas otras– practiquen ahora políticas “sucias,” porque la liberalización inmediata de los movimientos de capitales por su parte conduciría a una interrupción tan rápida del flujo de financiación dirigido hacia América que la revaluación prevista del Yuan del orden del 20% se vería multiplicada por el efecto especulativo y precipitaría un aterrizaje verdaderamente aparatoso de la economía global, al desequilibrar todos los balances que acumulan activos denominados en dólares. Que los vaticinios de Roubini no resultan ya marginales lo prueba la acogida que reciben sus

<sup>45</sup> Véase Stephen Roach, “Global: An Awesome Move by China”, <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20050722-fri.html#anchor3>

<sup>46</sup> Véase “Jeremy Siegel on the Yuan: Buying China Some Time”, *Knowledge at Wharton*, 27/VII-9/VIII/2005, <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/1256.cfm>

<sup>47</sup> El propio Roubini cita a “Rubin, Sinai and Orszag, Summers, Peterson, Roach, Gross, Bergsten, the IMF, Rogoff, Obstfeld and Eichengreen, just to cite a few. Even Greenspan is seriously concerned, and similarly, many other Fed governors (Geithner, Ferguson, Yellen and Hoenig)”, en “Does Overseas Appetite for Bonds Put the US Economy at Risk?”, ya citado.

<sup>48</sup> Véase Stephen L Jen, “Currencies: RMB, a Baby Step Towards a BBC”, 22/VII/2005, <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20050722-fri.html>. También, John Burton, “Singapore Sees ‘Basket, Band and Crawl’ System as Template for E. Asia”, *Financial Times*, 23/VII/2005, <http://news.ft.com/cms/s/d962a6fe-fb15-11d9-a0f6-00000e2511c8.html>

debates en la Econoblog de *WSJ*.<sup>49</sup>

El comentario de Krugman acerca de la nueva política cambiaria china resulta precavido, porque puede tratarse de un efecto teatral y meramente escénico, para frenar las tensiones proteccionistas en EEUU y Europa, pero también puede ser fruto de la interiorización por parte de las autoridades chinas –seguidas de la de Malaisia y de otros gobiernos asiáticos– de un análisis ampliamente compartido, lo que conduciría al mundo a un cambio de escenario mucho más profundo, para el que hay que estar preparados:

“... podría ser el comienzo de un proceso que pondrá boca abajo a la economía mundial –o, más exactamente, boca arriba–. Es decir, la barra libre con que China ha venido convidando a América –mediante la cual la economía más rica del mundo ha estado consiguiendo préstamos baratos de un país que crece con dinamismo, pero que todavía es considerablemente pobre–, se puede terminar.”<sup>50</sup>

Y si esto ocurriera así, sería el comienzo del fin del último sueño de la América republicana. ¿Con qué resultado? Ciertamente, a medio plazo, los equilibrios se restablecerán; sin embargo...

“En el corto plazo, alguna gente ganaría, pero otros perderían. Y sospecho que los perdedores excederían considerablemente en número a los ganadores. [Éstas serían malas noticias para la vivienda –quizá muy malas noticias, si la subida del tipo de interés pincha la burbuja–]

¿Y qué decir sobre los efectos estratégicos? En este momento América es una superpotencia que vive a crédito –algo que, según creo, no había sucedido desde que Felipe II gobernaba en España–. ¿Qué le sucederá a nuestra potencia si –y cuando– China nos retire nuestra tarjeta de crédito? Esta historia no ha hecho más que empezar.”

“Nunca antes la mayor potencia del planeta había hecho tanto con tan poco”, afirma, por su parte, Stephen Roach. Además, la catástrofe de Nueva Orleans ha puesto de manifiesto su vulnerabilidad interior y provocado el hundimiento de la popularidad del presidente, dando lugar a un nuevo compromiso de gasto de cuantía similar al de la guerra de Irak –o incluso mayor–.<sup>51</sup> Con independencia de los efectos a medio plazo que el debate actual pueda tener sobre el papel del Estado en las democracias avanzadas –y sobre el papel y la responsabilidad de las distintas instancias o niveles del gobierno–, el efecto Katrina eleva aun más las perspectivas de déficit y endeudamiento de EEUU. Para Stephen Roach, el déficit presupuestario del Gobierno acabará situándose este año en el -3,5% del PIB, empeorando una tasa de ahorro neto del sector público que ya se situaba en el -2,1% del PIB durante el segundo semestre; la tasa media de ahorro de los hogares, que fue del 7,5% entre 1960 y 2000, cayó desde 2002 hasta un 1,5% del PIB –lo que ya significó un mínimo histórico desde la depresión de los treinta– y se encuentra actualmente en tasa negativa; finalmente, es previsible que los beneficios de las empresas descendan durante 2006, por lo que la posición del país como demandante neto de ahorro se agravará (con el déficit de la balanza por cuenta corriente en torno al 7%),<sup>52</sup> añadiendo presión a una situación global ya muy delicada.

Así que el recreo en que han vivido los “nuevos economistas” desde la aparición del “nuevo paradigma” parece haber llegado a su término. Ahora hay que ponerse a hacer los deberes.

<sup>49</sup> Véase la posición de Roubini en Nouriel Roubini y David Altig, “Whither the Yuan?”, ya citado.

<sup>50</sup> Véase Paul Krugman, “China Unpegs Itself”, *NYT*, OP-ED, 22/III/2005, <http://www.nytimes.com/2005/07/22/opinion/22krugman.html?hp>

<sup>51</sup> Véase Dan Balz, “A Bid to Repair a Presidency”, *Washington Post*, 16/IX/2005, A01.

<sup>52</sup> Véase **Stephen Roach**, “The Shoestring Economy”, 9/IX/2005, y “Last Hurrah for Bonds”, 9/IX/2005, <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/digests.html>

Uno –ya lo vimos– es el de la trampa de liquidez, cuyo remedio estrictamente monetario – para salir del paso, como hizo Greenspan– toca también a su fin, como reconocía él mismo en un discurso que sonó a despedida anticipada:

“Asumo que estos desequilibrios se resolverán antes de que no nos quede otra elección y que, si no se resolvieran, la Fed tendría que oponerse a la tentación de monetizar el futuro déficit presupuestario.

A más corto plazo, es inevitable que el *boom* de la vivienda se calme. Como parte de ese proceso, disminuirá el volumen de ventas de casas –que alcanza actualmente niveles máximos históricos–, se desacelerará el aumento del precio de las viviendas y los precios podrían llegar, incluso, a disminuir. Por consiguiente, el crédito hipotecario aflojará y con él perderá fuerza también el gasto personal de consumo.

La correlación asombrosamente elevada entre el aumento del crédito avalado por la propiedad de la vivienda y el déficit por cuenta corriente sugiere que el fin del auge de la vivienda podría inducir un aumento significativo de la tasa de ahorro personal, un descenso de las importaciones y la correspondiente mejora del déficit por cuenta corriente.

Sin embargo, no descarto por completo que el trabajo de investigación futuro pueda mejorar nuestra comprensión del comportamiento del precio de los activos, y, con ella, la dirección de la política monetaria.

Tengo pocas dudas de que mis sucesores, y los suyos, continuarán apoyando el liderazgo que ostenta el sistema financiero americano en una economía global cada vez más extensa.”<sup>53</sup>

Así pues, no queda otro remedio que enfrentarse al fondo de la cuestión; a las causas últimas que arrastran hacia ese pozo a las economías maduras.<sup>54</sup> Hasta ahora, aprovechando la bonanza del exceso de liquidez, Europa había cerrado los ojos, atrincherándose románticamente en el paraíso perdido de su Estado de bienestar (capaz de cubrir todos los riesgos, desde la cuna hasta la tumba) pero mostrándose incapaz de crecer y acumulando déficit público, financiado a bajo coste. Por su parte, América había escapado de él refugiándose en la ensoñación de unas bolsas milagrosas (las de la “feria de las vanidades”) y en una política monetaria todopoderosa, capaz de reproducir el milagro de la transformación del agua en vino y de las piedras en panes y peces.

Naturalmente, el despertar del sueño puede ser más o menos brusco. Una vez que la Fed renunció a liderar el proceso de ajuste, todo depende ahora del temple y el acierto en el manejo de la situación por parte de las autoridades chinas. Un desmontaje controlado y pausado del RBWII exige en primer lugar, medir los pasos y controlar a los mercados manejando adecuadamente el factor sorpresa, para evitar la especulación. Paradójicamente, esta tarea se ha dejado en manos de unas autoridades no sometidas al régimen de control de la opinión pública, cuyo margen de maniobra suele ser mayor que el de las democracias. Además, el Banco del Pueblo de China cuenta con todo el poder para manejar también el mercado de capitales –hacia adentro y hacia fuera– y la dirección de las inversiones en Occidente, de modo que puede pilotar –con la parsimonia adecuada para no perjudicar sus propios intereses en el mercado– el deslizamiento en la composición de su cartera desde los bonos con bajo rendimiento situados en sus reservas hacia la inversión directa en activos industriales por parte de las grandes corporaciones chinas –fortaleciendo sus balances–,

<sup>53</sup> Vease Alan Greenspan, “Closing Remarks”, 27/VIII/2005, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050827/default.htm>

<sup>54</sup> Véase Álvaro Espina, *Sobre estabilidad de precios, deflación y trampas de liquidez en el G3*, Real Instituto Elcano, Documento de Trabajo/Working Paper 2004/2, 19/I/2004, versión electrónica (DT 3/2004, 13/II/2004), <http://www.realinstitutoelcano.org/documentos/84/84.pdf>; y *Deflación y trampa de liquidez revisitadas: EEUU tras el cambio de política de la Fed*, Real Instituto Elcano, ARI nº 115/2004, 30/VI/2004, <http://www.realinstitutoelcano.org/analisis/542.asp>. Un documento combinado y actualizado se encuentra en fase de revisión.

complementaria con su estrategia de desarrollo de la economía de mercado a largo plazo, lo que contribuiría a modular el efecto negativo sobre las bolsas de la elevación de los tipos de interés. Esta estrategia ya está dibujada,<sup>55</sup> y parece dirigirse hacia una “Unión Monetaria Asiática” –que tardará años en configurarse– y al restablecimiento de una política global de ortodoxia monetaria.<sup>56</sup>

Y la otra preocupación a la que hay que hacer frente es la del control del tipo de ciclos económicos a los que se enfrenta el siglo XXI. En primer lugar, quedan pocas dudas de que este primer ciclo no es el típico ciclo de negocios de tres o cuatro años, a los que estábamos acostumbrados desde la posguerra. Este es un ciclo económico de más larga duración, del que ya nos habíamos olvidado, al que, sin embargo, la Fed –y los demás operadores– ha tratado de hacer frente con los instrumentos monetarios, propios del ciclo de negocios.<sup>57</sup> Y, como no era tal, el remedio puede haber sido peor que la enfermedad –o, a lo sumo, no haber arreglado nada, sino retrasado el momento de afrontar un problema que cada vez se hace más grave–. Pero, además, no cabe la menor duda de que estamos ante un ciclo global, al que hemos respondido con instrumentos sólo adecuados para corregir los ciclos de las economías nacionales –algo que se ha visto agravado por el unilateralismo de la administración republicana–. Es como si pasásemos una noche de invierno al raso con una manta pequeña y, para evitar el frío en el pecho, descubriésemos el resto del cuerpo: el resfriado –o la neumonía– nos pillaría igual. Eso es lo que puede estar sucediendo en la economía global.

#### **Apéndice: el nuevo ciclo económico en retrospectiva<sup>58</sup>**

El rasgo distintivo del sistema internacional a comienzos del primer decenio del siglo XXI consiste en la incertidumbre acerca del tipo de ciclos económicos que produce la economía naciente, en un siglo que arranca marcado precisamente por la globalización, en la que la inestabilidad económica de unas áreas se contagia fácilmente a las restantes, de modo que el control de las fluctuaciones –así como la prevención de las crisis– se convierte en objetivo de interés común.

El largo ciclo de crecimiento norteamericano de los noventa se pareció demasiado al japonés de los ochenta, y el hecho de que las burbujas que se formaron durante este último dieran lugar a un decenio de recesión –de la que, en realidad, todavía no se ha salido– hacían temer ya en 2002 que nos encontrásemos ante un tipo de ciclo más parecido al decenal, descrito por primera vez por Clement Juglar en 1860, que al de cuarenta meses descrito por Kitchin en 1923, consagrados ambos por Schumpeter en 1939, para quien las fluctuaciones económicas asociadas a los grandes procesos de innovación –como el de la industria textil en 1790; la del vapor y el acero en 1842; la de la electricidad, la química y los motores en 1897; la de la electrónica y el automóvil en 1945; y, en este caso, la de la informática e Internet a partir de 1992–, provocan una gran onda –denominada ciclo Kondratieff–, que ha venido experimentando primero una fase alcista y luego otra descendente (de veinticinco años cada una, más o menos). Cada ciclo dura en conjunto algo más de cincuenta años y contiene, a su vez, seis ciclos decenales, compuestos de tres

<sup>55</sup> Véase “Chinese Firms: Taking a gamble on finding Customer Abroad”, *Knowledge at Wharton*, 27/VII-9/VIII/2005, <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/1250.cfm>. También “La oferta de CNOCC por Unocal, ¿es una amenaza para Estados Unidos?”, *Boletín de Universia-Knowledge@Wharton*, 27/VII-9/VIII/2005, <http://wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewArticle&id=1003&language=spanish>

<sup>56</sup> Véase Stephen L. Jen, “CNY: Regime Shift to Lead to Monetary Orthodoxy”, 9/IX/2005, <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/digests.html>

<sup>57</sup> Véase el apéndice que sigue. Para una brújula orientativa del nuevo ciclo en Europa, véase Eric Chaney, “Euroland: A Compass for the Cycle”, <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20050728-thu.html>

<sup>58</sup> La primera versión de este Apéndice puede verse en Álvaro Espina, “Mujer, desarrollo económico y libertad en un mundo globalizado”, en Dolors Renau (coord.) *et alia*, *Globalización y mujer*, Editorial Pablo Iglesias, Madrid, 2002, pp. 57-149.

ciclos de cuarenta meses.<sup>59</sup>

Este último es el ciclo típico de los negocios de la segunda posguerra –período durante el que las fases recesivas duraban entre dieciocho y veinte meses–, provocado por la excesiva acumulación periódica de existencias, seguida de un período de ajuste y caída de la confianza del consumidor, durante el cual las empresas reducen su inversión, lo que aboca a la economía a la desaceleración y recesión subsiguiente. Se trata de un tipo de fluctuaciones que son hoy perfectamente conocidas, y, por eso mismo, no producen miedo alguno, ya que disponemos de las herramientas de política monetaria que resultan eficaces para combatirlos (no para neutralizarlos del todo, pero sí para minimizar su impacto negativo). Pero ¿son esas herramientas adecuadas para controlar los ciclos Juglar? Los economistas más rigurosos creen que no.

Al abandonar su cargo de secretario del Tesoro Norteamericano, Larry Summers declaró que los ciclos económicos a los que nos enfrentamos hoy son más parecidos a los de antes de la guerra que a los de la posguerra (*Le Monde*, 21/III/2001). Si esto fuera así –y parece que lo es– con el quinto Kondratieff que arrancó junto a la oleada de innovaciones asociadas a la llamada “nueva economía”<sup>60</sup> entraríamos también en una nueva serie de ciclos Juglar, contra los que no sirven los mismos remedios a los que estamos familiarizados, ya que todavía no sabemos bien cómo controlar las oleadas de euforia inversora y de “exuberancia irracional” de los mercados de valores.

Este problema fue intuido por primera vez por Alan Greenspan, quien puso en guardia contra él al American Enterprise Institute en diciembre de 1996.<sup>61</sup> ¿Qué ocurrió después? Las consecuencias de sus palabras sobre los mercados parecieron asustarle. Además, la Fed había sido acusada de haber impedido, con su política proactiva, la reelección del presidente George Bush –padre– y el Consejo pareció optar por no volver a incurrir en el mismo “error”. Desde entonces, ya nadie nunca más podría acusar a la política monetaria de la Fed de dirigismo. “A los políticos les corresponde tomar decisiones; a los mercados, valorarlas y actuar en consecuencia. La política monetaria sólo es responsable de la estabilidad de precios, en un contexto lo más próximo posible al pleno empleo” –pareció decidir la *Federal Reserve Board*–. Esta dimisión de la autoridad monetaria iba a tener graves consecuencias en el futuro. Stephen Roach lo explica ahora de forma impecable:

“Ottmar Issing, del Banco Central Europeo, ha señalado que los mercados de activos plantean uno de los desafíos más grandes para la política monetaria puesta al día –y que los bancos centrales deben ahora sopesar ‘los riesgos asociados a la inflación de los precios de los activos y a la deflación subsiguiente’ [véase el editorial firmado por Issing el 18 de febrero de 2004 en *The Wall Street Journal*: ‘Dinero y crédito’]–. La Reserva Federal de Norteamérica considera las cosas de otro modo. Pero no siempre ha sido así. Hace algún tiempo, cuando la “economía de activos” de América todavía se encontraba en su infancia, a Alan Greenspan le preocupaba la ‘exuberancia

---

<sup>59</sup> Véase J.A. Schumpeter, *Business Cycles*, McGraw Hill, NY, 1939, vol. 1, pp. 164-174. Según esta interpretación, la fase descendente del cuarto Kondratieff se habría iniciado con la crisis de los años setenta y habría terminado a comienzos de los noventa. La *Revista de Occidente* nos encargó a J. Arango y a mí una interpretación histórica y prospectiva para el número inaugural de su nueva época, *Ante los años ochenta* (Rojo et alia, 1980). Yo pensaba que el mejor modelo interpretativo de la dinámica económica de largo plazo de que disponemos es la de Schumpeter. Arango era escéptico. La mezcla resultante se tradujo en un compromiso desde mi punto de vista poco convincente (aparecida bajo el título “La venganza de Malthus. Ciclos económicos e historia”, en ese número, pp. 43-66). En 1998 yo desarrollé mi visión de esta dinámica –analizada desde el interior de la empresa, bajo una inspiración estrictamente Schumpeteriana– en *Empresa, competencia, competitividad: la contribución de las economías externas*, Fundación Argentaria, Grandes Cuestiones de la Economía, nº 18.

<sup>60</sup> Una evaluación de la mitología y la realidad en la nueva economía, en Álvaro Espina, “¿Hacia una nueva edad dorada del empleo?”, *Actas del tercer Congreso de Economía de Navarra*, Gob. de Navarra, 1999, pp. 185-216.

<sup>61</sup> Véase su “Irrational Exuberance Speech”, <http://www.geocities.com/ecocorner/intelarea/ag1.html>

irracional'. Pero enseguida cambió de parecer y se dedicó a defender la cultura de la propiedad engendrada por la nueva economía. En mi opinión, ésa fue una equivocación política de proporciones monumentales."<sup>62</sup>

El problema es que con el nuevo tipo de ciclo económico los remedios de la política monetaria de la posguerra resultan contraproducentes, precisamente porque las fluctuaciones largas son fruto de la acumulación de desequilibrios mucho más profundos que los del ciclo Kitchin, y se reflejan en un endeudamiento insostenible de las familias y las empresas, e incluso de los países, como lo indicaba ya entonces la balanza de pagos de EEUU –y sigue haciéndolo ahora–, que había venido financiando su déficit por cuenta corriente con ingresos de capitales, atraídos por aquella misma exuberancia irracional de los mercados –prolongada después por la aparición del RBWII, y por la adquisición de bonos por parte de los bancos centrales asiáticos–. En el origen de estos desequilibrios está la exagerada estimación del potencial de crecimiento y rentabilidad de las innovaciones introducidas en la economía durante los años noventa –cuyos efectos no se dejarán sentir inmediatamente, sino a lo largo de todo el nuevo Kondratieff–. Y, precisamente porque los desequilibrios Juglar son mucho más profundos que los del ciclo de consumo y de existencias, su corrección requiere también períodos de ajuste más largos que los del ciclo de negocios: “¡Dos años más!” titulaba *Business Week* su número de la última semana de abril de 2001. Hoy han transcurrido más de cuatro años, pero el ajuste sigue pendiente. ¡Ojalá las autoridades chinas hayan estudiado a Schumpeter mejor que Alan Greenspan y actúen en consecuencia!

Si esto fuera así, las políticas monetarias y de tipos de interés tradicionales habrían estado produciendo efectos contrarios a los deseados, porque la introducción de una nueva oleada de tecnologías habría elevado la rentabilidad esperada del capital y las oportunidades de inversión rentable, elevando con ello también la demanda de capital (en forma de títulos-valores y otros activos de inversión). Esta elevación de la demanda –en la medida en que se mueve por expectativas racionales, orientadas por un análisis realista acerca del impacto previsible de la introducción de las nuevas tecnologías de la información sobre la productividad y de las economías de red sobre la rentabilidad del capital durante el ciclo largo– significa un aumento en el tipo de interés de equilibrio a largo plazo, que no es otro que el que iguala la demanda con la oferta de inversión (y, simétricamente, la oferta con la demanda de ahorro, para llevar a cabo tal inversión).

En cambio, como consecuencia de la política monetaria practicada, excesivamente laxa, –inducida, primero, por la presión de la nueva economía financiera, fundamentalmente especulativa, y continuada después por la política diseñada erróneamente por la Fed para combatir el ciclo Kitchin–, los tipos de interés reales no sólo no aumentaron, sino que disminuyeron hasta niveles mínimos en términos históricos, reduciéndose la oferta de ahorro de los países centrales, como se refleja en las magnitudes macroeconómicas que miden la necesidad neta de financiación de las economías desarrolladas.

Además, los accionistas mostraron durante todo el decenio pasado una abierta preferencia por la financiación de nueva inversión a través del endeudamiento –para no diluir sus derechos, y para controlar mejor a los gestores–. Como consecuencia de ello, el mercado de capitales consideró que las empresas que no se endeudaban fuertemente era porque no disponían de oportunidades de crecimiento, y que sus títulos ya no tenían recorrido alcista. Por esta causa, el aumento del volumen de recursos propios a través de la bolsa americana se tradujo en un movimiento simétrico de endeudamiento empresarial masivo, lo que, unido al escaso ahorro de los hogares, situó el ahorro nacional bruto de EEUU en 2003 en un

---

<sup>62</sup> Véase S. Roach, “From Bubble to Bubble”, 24/VI/2005, <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20050624-fri.html>

mínimo histórico (el 13,1% del PIB).<sup>63</sup>

Así pues, la divergencia entre el tipo de ciclo y la política monetaria aplicada hizo que el componente de inflación de la demanda de inversión pasase prácticamente inadvertido, y que la política monetaria cayese en el mismo error cometido por Benjamín Strong, gobernador de la FED antes de la crisis de 1929: ignorar que la burbuja de los precios en el mercado de valores significaba que se estaba registrando un proceso de sobreinversión, enmascarado bajo la ficción de una inmensa sobrevaloración de los PER de las acciones (relación entre precio de la acción y dividendo, que llegó a situarse en marzo de 2000 entre 45 y 50,<sup>64</sup> frente a un promedio secular de 15, desequilibrio similar al de 1929), lo que facilitó desproporcionadamente la financiación de la llamada nueva economía. Porque los precios habían dejado de servir de orientación a la inversión.

De este modo la política monetaria practicada impulsó todavía más el ritmo de la inversión monetaria, ya de por sí muy elevada, como consecuencia de la elevación de las oportunidades y expectativas de beneficios. Ello condujo a un exceso de inversión, documentada en los correspondientes títulos-valores de activos. Dada la escasez de ahorro, este desequilibrio se compensó elevando la cotización de aquellos títulos en el mercado a nivel estratosférico (tanto más estratosférico cuanto mayor novedad supusiera la presencia de las empresas en los “nuevos mercados”, ya que, cuanto más nuevos y desconocidos, más apropiados resultaban para la especulación). La diferencia entre la elevación de la tasa de inversión y el descenso en la tasa efectiva de ahorro se colmó con la aparición de una burbuja en el mercado de acciones que neutralizó de forma ficticia la escasez de ahorro para financiar la nueva inversión, con la ayuda de la Fed y su política de *fiat money*. Esto fue explicado como el triunfo secular del sistema de financiación norteamericano –a través de la eficiencia del sistema financiero y el mercado de valores– del mismo modo que durante la década anterior el *boom* japonés se había explicado como el triunfo definitivo del tipo de *management* practicado por las empresas y la política industrial de aquel país.

Puede decirse que el sector de intermediación financiera se comportó en este caso como el catalizador de la burbuja, ya que sus ingresos dependen del movimiento y el valor de las transacciones de valores en el mercado, sin que se vean penalizados por el fallo en sus predicciones o recomendaciones: la superposición, en muchos casos, de su condición de gestores de patrimonios, de prescriptores-calificadores de las oportunidades de inversión, y de agentes de intermediación resultó explosiva. La estructura de este mercado desaconsejó durante toda la década a los intermediarios recomendar vender o abandonar títulos. Se dijo, con razón, que cuando el dinero –y los intermediarios– no tienen otro lugar adonde ir más que hacia arriba, la espiral de precios resulta estratosférica. Una espiral que se vio arrastrada en este caso por la llamada “manada electrónica”, que olvidó por completo los fundamentos del valor económico de los activos, que no son otros que su capacidad efectiva para producir un flujo continuado de beneficios: primero fueron los bonos basura, después los *hedge funds* y, más tarde, los nuevos mercados.

Ciertamente, la etapa ulterior ha conocido una verdadera fiebre regulatoria, tanto prudencial, como para prevenir y evitar la contaminación de intereses contrapuestos confiados a los mismos agentes económicos –que actúan en el mercado como intermediarios de un principal, que no es otro que el cliente de estas entidades financieras–. Hasta entonces se

<sup>63</sup> Véase OCDE, *Economic Outlook*, nº 77, 2005, base de datos, anexo, tabla 24.

<sup>64</sup> Véanse las discusiones entre Jeremy Siegel –profesor de Wharton y autor del bestseller *Stocks for the Long Run*– y R.J. Schiller –profesor de Yale y autor del no menos vendido *Irrational Exuberance*– sobre el suelo al que previsiblemente iban a caer los PER. Para Schiller, las cotizaciones eran todavía demasiado elevadas después de la corrección. Para Siegel, el PER 21 del índice S&P 500 a finales de abril de 2002 ya era razonable, pero después volvió a subir. Y si hubo exuberancia irracional, también podría aparecer en cierto momento el miedo psicológico. Véase el debate en <http://knowledge.wharton.upenn.edu/index.cfm?fa=viewfeature&id=351> y <http://knowledge.wharton.upenn.edu/index.cfm?fa=viewfeature&id=577>

había confiado en que las llamadas “murallas chinas”, establecidas voluntariamente –con el propósito de impedir el uso de información privilegiada y que los analistas de riesgos se comunicasen con los de bolsa en el interior de los bancos de inversión– para impedir contagios entre los departamentos de análisis y de mercado bastaban para evitar la contaminación de los análisis.<sup>65</sup> La última burbuja financiera del siglo veinte demostró que esto no es suficiente: las oportunidades de negocio derivadas de unas previsiones optimistas terminan siempre por arrastrar a los analistas, asfixiando cualquier tipo de cautela, y como ésta había sido la tónica general –debido al efecto manada–, nadie se vio penalizado por su error cuando las previsiones se demostraron infundadas (salvo los gobernadores de los bancos centrales, que abrieron el grifo del dinero para evitar ser tomados como chivo expiatorio).

Esto es, durante el decenio de los noventa, frente a una fuerte elevación de las oportunidades de inversión en Norteamérica, la remuneración del ahorro se redujo artificialmente por causa de la política monetaria, de modo que el desequilibrio entre oferta y demanda de capital (o sea, entre demanda y oferta de ahorro) quedó reflejado en la burbuja que hinchó los precios de los activos mobiliarios, de la misma manera que había sucedido diez años antes con los activos inmobiliarios japoneses. Esa es la burbuja que se empezó a desinflar a comienzos de 2001, pero que permanecerá de uno u otro modo activa hasta que se reencuentre el equilibrio entre los precios y la remuneración de los activos de inversión a largo plazo –en circunstancias monetarias normalizadas, compatibles con la vuelta a una senda “natural” del ahorro–.

Como consecuencia de la desorientación inducida por la burbuja financiera, en 2002 la inversión tecnológica había sido excesiva en relación a las necesidades efectivas previsibles en el horizonte de amortización de los activos –del mismo modo que ya sucediera en el siglo XIX con los ferrocarriles en EEUU, a lo largo de tres oleadas sucesivas–. Por eso, de lo que se trataba en 2002 era de achatarrar buena parte de la inversión y de los títulos valores emitidos –y prescindir de parte del empleo contratado–, lo que tendría que haber conducido a la aparición de un “efecto riqueza negativo” –tanto más negativo, cuanto más bajo fuera el nivel de resistencia en que finalmente se estabilizase el índice de la bolsa, aunque los analistas más razonables no esperaban que el PER medio pudiera superar a largo plazo el nivel 20, con un redimiento esperado del 5%–. De haberse permitido este tipo de ajuste, los balances de los hogares y las empresas habrían experimentado el desequilibrio –dada su posición de endeudamiento, que era ya insostenible a medio plazo–, lo que les habría obligado a una dieta de ahorro –para equilibrar el balance societario y familiar–. En lugar de ello, la política de la Fed sostuvo la sobrevaloración de los activos y la reducción de impuestos de la nueva Administración republicana inyectó nuevos recursos, a costa de incurrir en un desequilibrio fiscal que sólo se pondrá de manifiesto cuando la inevitable desaceleración del crecimiento repercuta fuertemente sobre los ingresos públicos y cuando las cohortes del *baby-boom* empiecen a retirarse durante el próximo lustro (a partir de 2008).

Sin embargo, en ausencia de perspectivas de crecimiento alternativas de la demanda global –dada la situación de *impasse* de las economías europea y japonesa–, esta política ha permitido ganar tiempo y escalar la tarea de ajuste a la que se enfrentaba en 2001 la economía norteamericana –y, contagiada por ella, la de muchos otros países– que era extraordinariamente compleja, ya que implicaba:

- (1) Achatarrar buena parte de los títulos valores y los múltiples *chiringuitos.com* creados durante la etapa especulativa, que no fueron otra cosa que pseudo-empresas utilizadas como soporte para la emisión de masas ingentes de papel,

---

<sup>65</sup> En España, tras el escándalo de *Gescartera* estas medidas se adoptaron en la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de *Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, BOE, nº 281, 23/XI/2002.

con las que se colmó el desequilibrio entre oferta y demanda de títulos valores.<sup>66</sup> Aunque la elevación de las oportunidades de inversión fuera real, el aumento efectivo no fue tanto como el de la demanda de valores –porque los emprendedores son un bien escaso y su reproducción consume tiempo–, de modo que el mercado financiero realizó el arbitraje de este desequilibrio echando mano de entelequias empresariales. Ese es el gas con el que se hinchó la burbuja financiera, especialmente visible en los llamados nuevos mercados, que se desinflaron rápidamente a comienzos de 2000. Pero, al desinflarse, el efecto riqueza se hizo negativo, cayó la demanda de consumo y aumentaron las existencias, lo que agudizó el exceso de inversión en que habían incurrido las empresas de la economía real. La Fed acudió al rescate, inyectando liquidez masiva, lo que palió la inevitable contracción de capital, pero no evitó que las empresas bloquearan su propensión a realizar nuevas inversiones.

- (2) El aumento de la morosidad del consumidor y de las empresas amenazaba con desequilibrar los balances de los bancos. Felizmente, en el caso americano la financiación de las empresas depende sobre todo de la bolsa y no de los bancos, como había ocurrido en Japón, de modo que el ajuste del valor de los balances en este caso apenas afectó al sistema bancario. En cambio, la posición de los bancos americanos estaba mucho más comprometida en la financiación del crédito al consumo, y se habrían visto afectados por la reestructuración de la deuda de los consumidores, que cuentan con óptimas oportunidades para hacerlo a través del capítulo siete del Código americano de quiebras. La política expansiva de la Fed lo evitó, pero ahora las necesidades de reestructuración han aumentado.
- (3) Una cierta contracción del crédito resultaba, pues, inevitable, por mucho que la FED se haya empeñado en combatirla y retrasarla, porque sólo a partir de un umbral razonable en el tipo de interés real aumentará el ahorro, y en ausencia de tal aumento el ajuste podría eternizarse. Hay que tener en cuenta que, por contraposición a lo que sucede en Japón –país con una población muy envejecida y con pautas de consumo y ahorro conservadoras–, en Norteamérica apenas existe riesgo de exceso de ahorro. Es más, la llegada de las generaciones del *baby-boom* a la edad de jubilación en el inmediato futuro producirá una transferencia de sus activos. Jeremy Siegel espera que la inversión directa de China e India pueda sustituir a los *baby-boomers* en su papel de tenedores y evitar el hundimiento de los mercados, paliando el desequilibrio de los balances.<sup>67</sup>
- (4) Un precio de los recursos financieros más acorde con las tasas de retorno razonablemente esperadas –aunque no tan elevadas como las alimentadas durante el *boom*– aboca a una reestructuración empresarial amplia, que consume tiempo, dado que la innovación también eleva las posibilidades de mejorar la productividad del trabajo. Esa es una de las razones por las que sólo tras cuatro

---

<sup>66</sup> “La demanda de los inversores era tan fuerte, que no teníamos qué venderles”, confesó Henry Blodget, el analista de Internet de Merrill Lynch, elegido como el mejor de la industria durante la fiebre del oro. “Si Merrill hubiera tenido un analista emitiendo premoniciones sobre el apocalipsis, no hubiera atraído a firmas tecnológicas como clientes para las ofertas públicas mas lucrativas de Wall Street”. Para este gurú el *análisis* del cambio de coyuntura resultaba bien sencillo: “Las cosas cambian. El mercado pasó de decir: nos gustan las empresas que crecen rápidamente aunque pierdan mucho dinero, a decir: queremos ver ganancias. Es muy difícil prever un cambio de 180 grados como este” (*The New York Times-El País*, 24/IV/2001, p. 22). Sin embargo, la sobreinversión era fácilmente previsible: el 97% de la fibra óptica instalada no contaba con perspectivas de demanda futura. Sólo en el sector de telecomunicaciones se estimaba que se producirían pérdidas por valor de 150.000 millones de dólares del capital invertido, repartidas así: 30.000 para los bancos, 40.000 para los bonistas y 80.000 para los accionistas (*El País*, 13/V/2001).

<sup>67</sup> Véase “Jeremy Siegel on the Yuan: Buying China Some Time”, ya citado.

años de “recuperación”, fuertemente protegida por la Fed, sus efectos empiezan a dejarse notar sobre el mercado de trabajo.<sup>68</sup> Sin embargo, a poco que la regularización de la política monetaria deje sentir sus efectos sobre la demanda, de una u otra forma el empleo se resentirá durante algún tiempo. Como la tasa de actividad ya ha caído 1,3 puntos desde su máximo cíclico anterior, esto elevará el desempleo y, con él, puede caer de nuevo la confianza del consumidor, superponiendo una fase recesiva del ciclo de negocios al ajuste todavía pendiente del ciclo decenal de inversión.

Sobre las perspectivas es mejor no pronunciarse todavía. Caminamos por un terreno desconocido, en el que el ciclo económico ya no es nacional, sino global, al igual que lo son los equilibrios entre oferta y demanda, como señala Stephen Roach.<sup>69</sup> No existe una sola modalidad de equilibrio posible. Caben múltiples equilibrios, pero ninguno está garantizado. Además, el sistema funciona sin gobierno. Sólo el pánico ante lo desconocido lo mantiene en un equilibrio simplemente disuasorio. Las ciencias de la complejidad indican que, en estas circunstancias, la aparición de cautelas y comportamientos prudentiales por parte de múltiples agentes heterogéneos –que, en ausencia de coordinación, resultan redundantes– es la única forma de evitar el caos o, más bien, de que la amenaza de caos conduzca a un nuevo orden y a la aparición de nuevas regularidades, ahora imprevisibles, al modo de una nueva mano invisible. Por el momento, conviene retener el esquema de lo ocurrido entre 1992 y 2001, y contrastarlo con lo que viene ocurriendo desde entonces. Eso es lo que se pretende en las dos partes del Diagrama (1A y 1B) adjunto.

---

<sup>68</sup> Véase Richard Berner, “United States: Are Labor Markets Tight?”, 22/VII/2005, <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20050722-fri.html>

<sup>69</sup> Véase “Global: No Bottlenecks without a Bottle”, 21/VII/2005, <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20050721-thu.html>

**Diagrama 1A. El primer ciclo decenal de la globalización, 1992-2000**

Fuentes de liquidez en EEUU	Inversión preferida	La nueva economía	"Irrational exuberance"	Malestar, crisis y valores refugio
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Fed: <i>Fiat money</i></li> <li>– Ahorro de los hogares derivado del envejecimiento y de otros factores demográficos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– <i>Hedge Funds</i> (mercados emergentes)</li> <li>– Economías en transición</li> <li>– Internet</li> <li>– Control corporativo: IPOs, PTO, LBO</li> </ul>	<p><b>Mitos del nuevo paradigma:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– explosión productividad</li> <li>– explosión PER</li> <li>– mercado global perfecto</li> <li>– expansión ilimitada</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Burbuja tecnológica</li> <li>– Endeudamiento excesivo países periferia (<i>dolar peg</i>)</li> <li>– Endeudamiento excesivo empresas periferia</li> <li>– Desregulación masiva</li> <li>– <i>Moral Hazard</i>, fraude, corrupción</li> <li>– Ingeniería contable</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– A lo largo del decenio estallan cinco grandes crisis financieras (<i>default</i>)</li> <li>– Marzo 2000: estalla la burbuja (el Nasdaq pasa en cinco años de índice 5000 a índice 2000)</li> <li>– Valores refugio: bonos, casas, activos tangibles, reservas bancos centrales</li> <li>– Los traumas de las crisis invierten las política cambiarias, presupuestarias y comerciales de los países afectados</li> <li>– Las economías de Asia adoptan el régimen Bretton Woods II (RBWII)</li> </ul>
<p><b>Reproducción de la liquidez y efecto de las crisis de los noventa: →</b></p>	<p>↑ EFECTO RIQUEZA APALANCAMIENTO ↓</p> <p>←-----</p>			
<p><b>Reacciones ante la crisis. Respuestas políticas: →</b></p>	<p><b>Resistencia al ajuste: la Fed retrasa el ajuste inundando de liquidez los mercados; Bush practica el <i>keynesianismo republicano</i>; el continente europeo bloquea las reformas de sus mercados y del Estado de bienestar; Japón no aplica políticas efectivas contra trampa de liquidez; Asia ancla sus monedas al dólar.</b></p>			

**Diagrama 1B. El primer repecho quinquenal del nuevo ciclo, 2001-2005**

Fuentes de liquidez global	Empleo de los recursos	Régimen Bretton Woods II: balanzas	Régimen Bretton Woods II: Estado	Acumulación de desequilibrios
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Fed: <i>Fiat money</i> masivo</li> <li>– Ahorro de hogares: ciclo vital del ahorro (asimetrías por incertidumbres sobre el Estado de bienestar)</li> <li>– Reducción de impuestos: Curva de Laffer; economía Vudú</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Consumo en países ricos con fuerte crecimiento</li> <li>– Inversión inmobiliaria</li> <li>– Inversión en bonos</li> <li>– Inversión en activos materiales tangibles y recursos no renovables</li> <li>– Inversión extranjera directa (<i>FDI</i>)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Déficits de balanza C/C de países industrializados con fuerte crecimiento</li> <li>– Superávits en países asiáticos (<i>dolar Peg</i>) y OPEP</li> <li>– Superávits en países industrializados amenazados por la trampa de liquidez</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Déficit público EEUU: política exterior y fiscal</li> <li>– Déficit público países industrializados escaso crecimiento (Japón, países grandes zona Euro)</li> <li>– Total Zona OCDE 2005: déficit = -3,2% PIB</li> <li>– Superávits: España, países nórdicos, Oceanía, Canadá, países asiáticos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Expectativas de devaluación del dólar y de pérdida de valor de activos denominados en dólares</li> <li>– Pinchazo burbujas de activos (problema: balance empresas, hogares, bancos)</li> <li>– Distorsiones estructuras industriales países centro y periferia: reestructuraciones</li> <li>– Amenaza de trampa de liquidez: largo período de ajuste con estancamiento</li> </ul>
<p><b>Equilibrio de liquidez a escala global: →</b></p>	<p>↑ ↓ ↑ ↓ ↑ ↓</p> <p>←-----</p>			<p><b>Reconducción del Régimen Bretton Woods II</b></p>
<p><b>Estabilizadores a medio plazo: →</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Recuperación paridades monetarias de equilibrio a largo plazo: tipo cambio <i>PPP</i></li> <li>– Reformas: Estado bienestar; política monetaria; equilibrio presupuestario</li> </ul>			

## ANEXO

### La nueva curva de Phillips: costes laborales unitarios e inflación

Simplificándolo mucho, en la nueva curva de Phillips de Galí-Gertler (especificada en la ecuación número 15 de su trabajo) la inflación actual depende de los CLU y de la inflación esperada. Como es lógico suponer que ésta última dependerá, a su vez, de la evolución esperada de los CLU nominales (calculados por cociente entre el salario y la productividad por persona empleada, lo que implica que los salarios esperados contienen ya una previsión de inflación), una comprobación sencilla del modelo puede realizarse midiendo en qué medida la variabilidad de los deflatores del PIB desde 1971 es explicada por la de los CLU.

Esto es lo que se hace en este Anexo, al regresar los deflatores del PIB sobre los CLU (medidos ambos en tasas de variación). Puede observarse que los coeficientes de determinación ( $R^2$ ) para las tres áreas del G3 son superiores a 0,85, con un máximo en el caso de Japón, de 0,92. Para el conjunto de la Zona Euro la correlación es de 0,88 y dentro de ella todos los países –con las excepciones de Portugal (0,5) y Luxemburgo (0,1)–, tienen también coeficientes elevados (de 0,8 en media), con máximos en Francia (0,92), el Reino Unido (0,89), España (0,88) e Italia (0,87), y mínimos en Finlandia (0,62) y Suecia (0,74). Además, con las dos excepciones señaladas, todos los coeficientes de regresión ( $b$ ) son significativos: en el G3 la variación de un 1% en los CLU significó variaciones de 0,7, 0,9 y 0,85 en los deflatores de la Eurozona, Japón y EEUU, respectivamente. Dentro de la Eurozona, la transmisión de los CLU del año en curso hacia la inflación fue máxima en Italia (0,86), España (0,85) y el Reino Unido (0,81).

#### Regresión del deflactor del PIB sobre los CLU\*. Variables tomadas en tasas anuales de variación (%), período 1971-2005\*\*

	Coefficiente de determinación $R^2$	Coefficiente de regresión $b$	Error del coeficiente CLU
Alemania	0,79	0,60	0,06
Bélgica	0,81	0,64	0,05
Dinamarca	0,77	0,73	0,07
Francia	0,92	0,79	0,04
Grecia	0,80	0,81	0,07
Irlanda	0,76	0,74	0,07
Italia	0,87	0,86	0,06
Países Bajos	0,78	0,68	0,06
Reino Unido	0,89	0,81	0,05
Portugal	0,51	0,59	0,10
Luxemburgo	0,12	0,25	0,12
Austria	0,81	0,56	0,05
Finlandia	0,62	0,62	0,09
Suecia	0,74	0,72	0,04
España	0,88	0,85	0,06
EEUU	0,85	0,85	0,06
Japón	0,92	0,89	0,06
Zona Euro	0,88	0,71	0,05

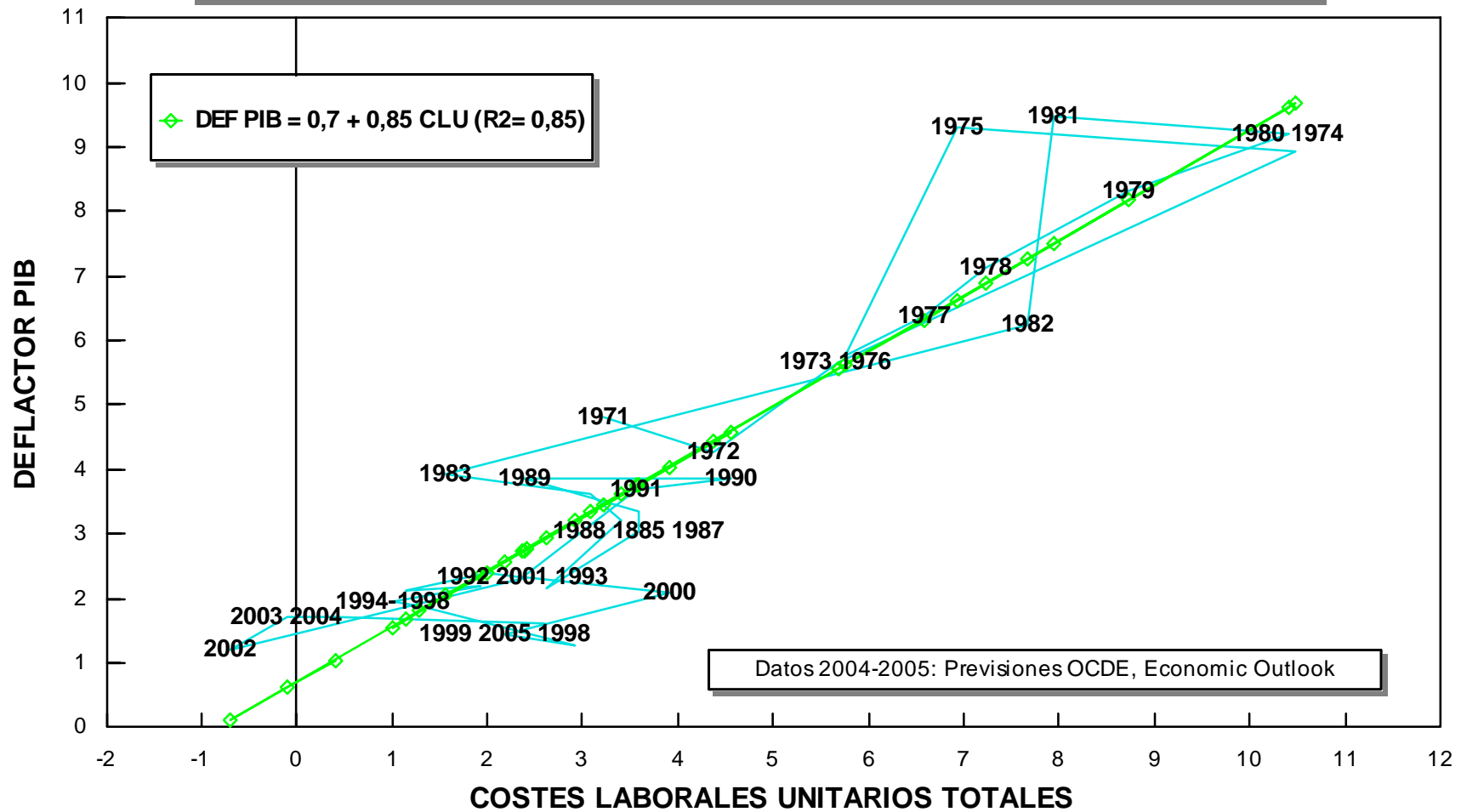
#### Notas:

(\*) Costes laborales unitarios totales (CLU) y deflatores del PIB (DEF) tomados de OCDE, *Economic Outlook* (febrero 2005); base de datos BDSICE del Ministerio de Economía y Hacienda; CLU, series w13400a.... w13424a; DEF, series w12100a.... w12124a. Para agregar los datos de la zona Euro los CLU nacionales se ponderan con la población asalariada y los DEF con el PIB.

(\*\*) Para Japón: período 1976-2005.

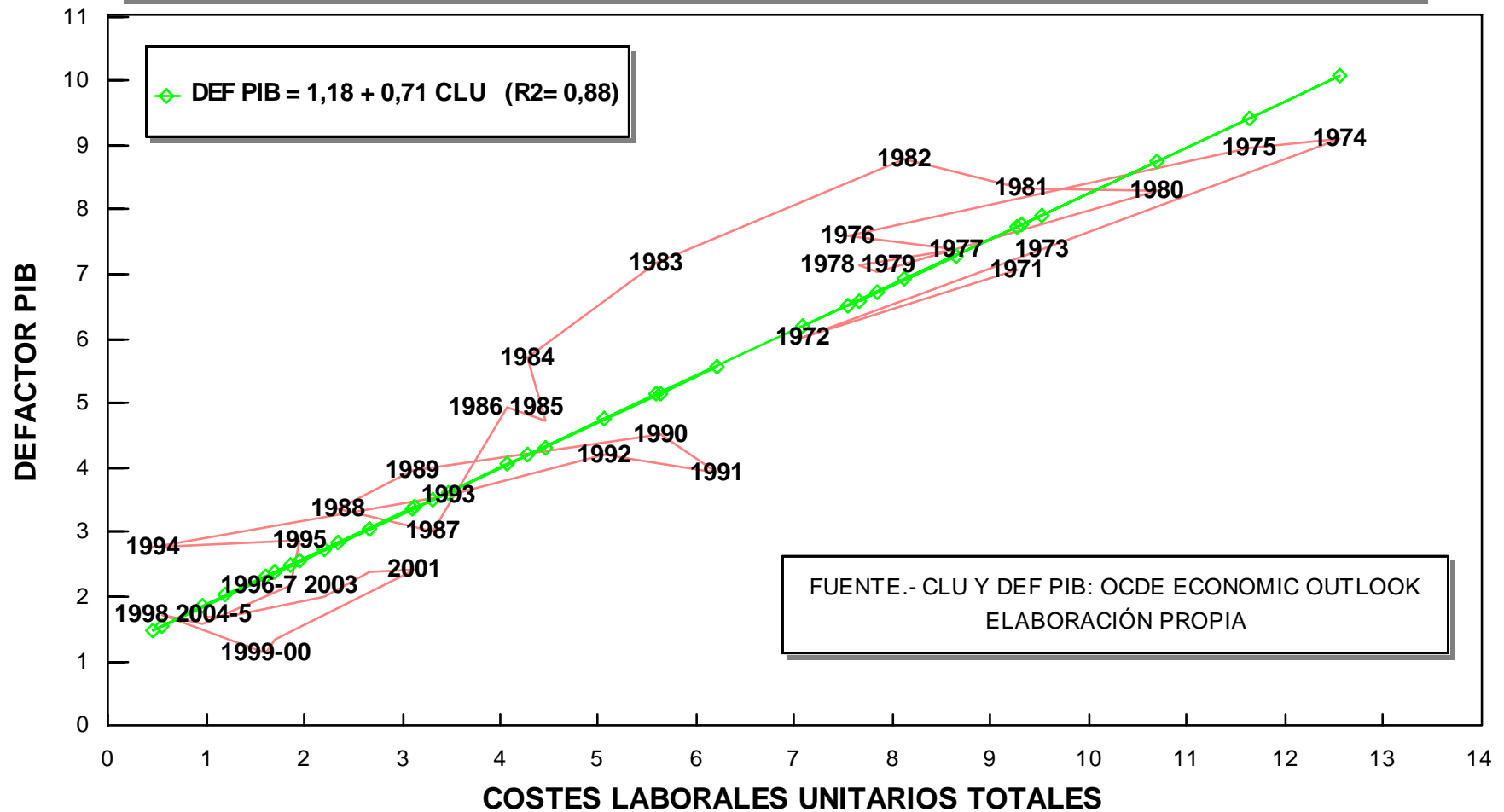
# A.1.- NUEVA CURVA DE PHILLIPS: EEUU.- 1971-2005

TASAS ANUALES DE VARIACIÓN EN %



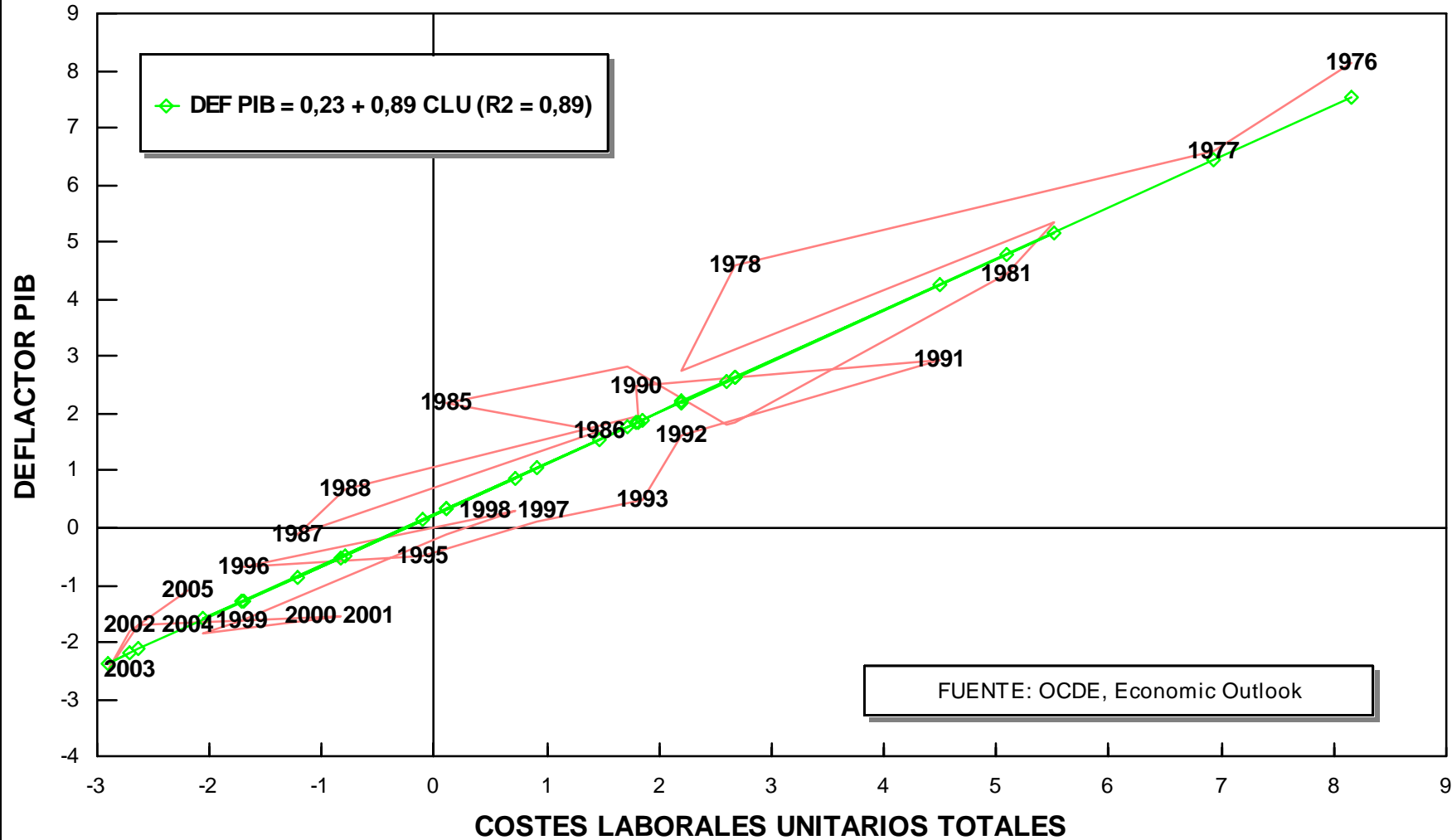
## A.2.- NUEVA CURVA DE PHILLIPS: ZONA EURO.- 1971-2005

TASAS ANUALES DE VARIACIÓN EN %



### A.3.- NUEVA CURVA DE PHILLIPS: JAPÓN.- 1976-2005

TASAS ANUALES DE VARIACIÓN EN %



FUENTE: OCDE, Economic Outlook

