Comercio exterior, vol. 41, núm. 7,
México, julio de 1991, pp. 627-636

La recesión de la economía estadounidense: crisis estructural y deflación

*Arturo Guillén Romo**

En el segundo semestre de 1990 la economía estadounidense concluyó la expansión más larga desde la posguerra. La nueva fase recesiva se inscribe en la crisis estructural iniciada a finales del decenio de los sesenta y cuya salida aún es incierta. En los ochenta la crisis comenzó a transitar hacia una fase deflacionaria que se expresó con mayor claridad después del crac bursátil de 1987 y sobre todo a partir de 1990.

A diferencia de la crisis de los treinta, la deflación se presenta de manera más compleja y contradictoria y menos abierta. Ello obedece, en buena medida, a que ahora se dispone de mejores instrumentos y mayor experiencia en el manejo de la política económica. Esto hace que la deflación no irrumpa de golpe y que su aparición se retrase, lo cual da lugar a fenómenos paradójicos, como la recuperación extraordinariamente larga de las economías desarrolladas en los años ochenta. Una de las diferencias más importantes con respecto a crisis anteriores es la existencia de una red de seguridad en los sistemas financieros (papel del prestamista de última instancia). Ello ha impedido hasta ahora que desarticulaciones importantes en un punto de la cadena del sistema se trasladen al conjunto y afecten el terreno productivo.

La fase deflacionaria presenta dos períodos: de 1982 a 1987 y de este año en adelante. El primero se caracterizó por la crisis de la deuda externa; el crecimiento lento de los países desarrollados; el ahondamiento de la recesión económica; el ajuste de las naciones del Tercer Mundo; la desregulación financiera; la aplicación del neoliberalismo, y el consecuente cambio en las funciones del Estado. A partir de 1987 se agravaron las tendencias al estancamiento económico y a la deflación y aumentaron las probabilidades de crisis bursátiles y financieras recurrentes.

Período 1982-1987

De 1976 a 1980 las economías industrializadas registraron un proceso de recuperación estimulado por la expansión del mercado mundial (véase el cuadro 1). Ese crecimiento llegó a su fin con la recesión de 1980-1982 que afectó a todos los países avanzados. De 1976 a 1980 el aumento promedio del PIB de esas economías fue de 3.3%, en 1981 disminuyó a 1.5% y en 1982 registró una variación negativa de 0.2%. La producción industrial disminuyó aún más que la economía en su conjunto. El receso fue acompañado de un aumento notable de la inflación, cuya tasa se elevó de 5.6% en el lapso 1969-1973 a 9.6% de 1974 a 1982 (véase el cuadro 2).

En los primeros años de los ochenta empezaron a tomar fuerza las tendencias deflacionarias, sobre todo en la esfera internacional. Paradójicamente, esta nueva etapa de la crisis coincidió con el inicio de la recuperación más larga de la posguerra en las naciones industrializadas. En los países pobres, por el contrario, la crisis se profundizó y se convirtió en la más severa de su historia moderna. En los ochenta, asimismo, se produjo un cambio importante en la política económica: los instrumentos de corte keynesiano se abandonaron gradualmente y se emprendieron estrategias neoliberales.

Asimismo, el proceso de internacionalización del capital se contrajo. El comercio internacional redujo su ritmo de crecimiento frente a los setenta y las cotizaciones de las materias primas, incluidos los hidrocarburos, se desplomaron. El índice de precios

CUADRO 1

Crecimiento e inflación en la economía mundial, 1969-1989
(Tasas anuales)

	1969-1973		*1974-1982*		*1983-1989*	
	Crecimiento	*Inflación*	*Crecimiento*	*Inflación*	*Crecimiento*	*Inflación*
Países industriales	4.3	5.6	2.1	9.6	3.6	3.9
Países en desarrollo	7.2	10.0	4.3	24.2	3.6	49.5
África	7.5	7.5	2.8	16.9	1.8	17.2
América	6.9	17.0	3.8	52.0	1.7	177.3
Asia	5.2	7.5	5.9	9.8	7.4	9.4
Europa	5.9	6.1	3.9	19.0	2.6	47.0
Medio Oriente	11.9	6.5	3.5	15.5	1.0	16.0
Países con dificultades recientes en el servicio de la deuda	6.6	11.9	3.5	34.8	1.9	107.8

Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*, Washington, mayo de 1990.

* Coordinador de Asesores del Oficial Mayor de la SEMIP. Las opiniones vertidas no necesariamente coinciden con las de la Secretaría.

CUADRO 2

Crecimiento de los precios al consumidor, 1980-1990
(Porcentaje)

	Estados Unidos	*Japón*	*Alemania*	*Francia*	*Reino Unido*
1980	13.5	7.7	5.4	13.3	18.0
1981	10.3	4.9	6.3	13.4	11.9
1982	6.2	2.7	5.3	11.8	8.6
1983	3.2	1.9	3.3	9.6	4.6
1984	4.3	2.3	2.4	7.4	5.0
1985	3.6	2.0	2.2	5.8	6.1
1986	1.9	0.6	−0.2	2.5	3.4
1987	3.7	n.d.	0.3	3.3	4.2
1988	4.0	0.7	1.2	2.7	4.9
1989	4.6	2.6	3.2	3.6	7.7
1990	5.4	4.2	2.7	3.6	10.9

Fuente: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, Washington, varios años.

que, a su vez, conduce a una inversión reducida. La insuficiencia del ahorro interno obedece a un gasto público exagerado y a que el Gobierno absorbe una parte creciente de la riqueza mediante altas cargas impositivas que desalientan a los inversionistas privados.

Para elevar el ahorro interno se decretaron recortes al gasto público y una reforma tributaria. Mediante la disminución de los impuestos se pretendía liberar recursos para la inversión. El déficit presupuestario generado en un primer momento se compensaría con la ampliación de la base gravable que se crearía al elevarse la inversión. En el fondo, la teoría ofertista se apoyaba en el viejo dogma clásico y neoclásico de la ley de Say, según el cual toda oferta crea su propia demanda y el ahorro se convierte en inversión de manera automática.[1]

En 1982 el PIB estadounidense se redujo 2.5%; la aplicación de la nueva estrategia se reflejó en el elevado crecimiento económico de los dos años siguientes (3.5% en 1983 y 6.5% en 1984),

CUADRO 3

Precios de los productos básicos y las manufacturas
(Derechos especiales de giro, 1980 = 100)

	Productos básicos no combustibles[1]	*Productos alimenticios*	*Productos para la preparación de bebidas*	*Materias primas agrícolas*	*Minerales y metales*	*Petróleo*	*Manufacturas*[2]
1980	100	100	100	100	100	100	100
1981	99	107	87	97	94	106	106
1982	95	97	94	99	88	104	111
1983	104	109	105	104	96	97	111
1984	111	113	127	116	94	101	112
1985	97	96	113	100	90	97	115
1986	81	73	113	88	73	43	117
1987	80	68	74	106	79	50	119
1988	95	83	71	112	113	39	121
1989[a]	103	90	73	113	132	46	127

1. El índice global incluye productos alimenticios, productos para la preparación de bebidas, materias primas agrícolas, minerales y metales.
2. Valor unitario de la exportación de productos manufacturados de los países industriales.
a. Primer trimestre.
Fuente: FMI, *Boletín del FMI*, Washington, 31 de julio de 1989.

de los productos básicos disminuyó de 100 en 1980 a 80 en 1987 (véase el cuadro 3). La contracción del comercio coincidió con un acentuamiento del proteccionismo, pese al discurso de los gobiernos en favor del libre cambio. A partir de 1982 también se redujeron en forma notable los flujos de crédito externo dirigidos al Tercer Mundo, principalmente de los bancos privados internacionales. El monto anual de recursos privados a los países en desarrollo pasó de 74 000 millones de dólares en 1982 a 30 000 en 1985.

La política económica ofertista

La estrategia de recuperación económica del gobierno de Ronald Reagan se basó en la teoría ofertista. Ésta sostiene que el origen de la crisis se encuentra en la falta de ahorro interno

así como en el descenso de la tasa inflacionaria. La recuperación se mantuvo en los años siguientes, aunque con tasas menores: 2.7% en 1985, 2.5% en 1986 y 2.8% en 1987. La tasa de inflación se redujo de 10.3% en 1981 a 1.9% en 1986, cuando alcanzó su nivel más bajo (véase el cuadro 2).

La recuperación de la economía estadounidense se apoyó en cuatro elementos clave: a] la sobrevaluación del dólar; b] el incremento de las tasas de interés reales; c] la desregulación de las actividades financieras, y d] la transferencia masiva de capitales de los países pobres a los desarrollados vía el pago del servicio de la deuda externa.

1. Paul M. Sweezy y Harry Magdoff, "La teoría del ofertismo y la inversión de capital", en *Estancamiento y explosión financiera en Estados Unidos*, Siglo XXI Editores, México, 1988.

CUADRO 4

Tasas de interés reales del mercado monetario, 1980-1990

	Estados Unidos	*Japón*	*Alemania*	*Reino Unido*
1980	−0.12	3.00	3.47	−2.02
1981	5.51	2.41	4.71	1.09
1982	5.70	4.13	3.20	2.54
1983	5.70	4.41	1.99	4.29
1984	5.69	2.59	3.08	2.50
1985	4.34	4.40	2.93	4.41
1986	4.82	4.17	4.78	7.04
1987	2.85	3.41	3.41	5.24
1988	3.47	2.90	3.30	5.41
1989	4.21	2.51	3.68	5.64
1990	2.49[a]	2.83[b]	4.28[b]	3.71[c]

a. Enero-noviembre.
b. Enero-octubre.
c. Enero-marzo.
Fuente: Elaborado con datos del FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, Washington, varios números.

La sobrevaluación se basó en una política alcista de las tasas de interés empujadas por la desregulación financiera y la creciente competencia entre los bancos y las demás instituciones financieras. En un primer momento, esa estrategia dio lugar a efectos recesivos en Europa y afectó en forma severa a los países del Tercer Mundo. La tasa de interés real del mercado monetario, negativa en 1980, cambió de signo a partir de 1981. En ese año llegó a 5.51% en términos anualizados y se mantuvo en alrededor de 5% hasta 1986, cuando inició un ligero descenso. Como se observa en el cuadro 4, durante casi todo el decenio la tasa real en Estados Unidos fue superior a la de otras economías industrializadas, con excepción del Reino Unido, donde alcanzó los niveles más altos desde 1986.

Las tasas de interés elevadas y el dólar sobrevaluado permitieron a Estados Unidos financiar con deuda sus crecientes déficit presupuestario y de cuenta corriente. Este país se convirtió de acreedor internacional en el deudor más importante, de la misma manera que ocurrió con el Reino Unido en el período de entreguerras. Esa estrategia y la fuerte restricción monetaria constituyeron los factores clave para controlar el proceso inflacionario. Para las economías en desarrollo dichas medidas agravaron sus condiciones financieras y comerciales. La política de ajuste iniciada entonces fue un mecanismo de primer orden para acelerar el proceso inflacionario, que en el caso de algunos países (Brasil, Argentina, Bolivia) llegó a niveles de hiperinflación. La estrategia de Reagan funcionó, en síntesis, como un mecanismo desinflacionista en las naciones desarrolladas y como uno inflacionario en los países en desarrollo.

La desregulación financiera desempeñó un papel muy importante en la ofensiva liberadora. El abandono parcial de las reglamentaciones establecidas o reforzadas durante los años treinta, en la época del *new deal*, se convirtió en uno de los objetivos prioritarios de la política económica. Las entidades bancarias y financieras encontraron en la desregulación uno de los principales medios para elevar la rentabilidad de sus capitales y encarar la creciente competencia internacional. La desregulación hizo posible ofrecer tasas de interés más altas para elevar la captación de recursos e incursionar en inversiones y préstamos de alto riesgo para hacer rentables las operaciones y compensar el costo más alto de la captación. Como afirman Sweezy y Magdoff, la explicación de las altas tasas de interés hay que buscarla más que en decisiones de política económica o en el alto nivel del déficit presupuestario, en la desregulación acelerada de los sistemas financieros estadounidense y de otros países que se dio entre 1980 y el crac bursátil de 1987.[2]

Entre las principales características de la desregulación destacan las siguientes:

i) El desarrollo de instituciones financieras no bancarias.

ii) La pérdida de importancia relativa de los bancos frente a otros intermediarios, lo que implicó el abandono gradual de las funciones tradicionales de captación y crédito de los bancos. Esto se reflejó en una menor participación de los billetes y de las cuentas de cheques (M1) en el dinero en circulación con respecto a otras formas de dinero que se incluyen en los rubros de M3 y M4.

iii) La creación de nuevos instrumentos financieros, incluso de alto riesgo, como los "bonos chatarra", los mercados de futuros de divisas y títulos y órdenes de recompra. En la actualidad, en Estados Unidos existen alrededor de 600 instrumentos financieros, contra unas cuantas decenas a principios de los ochenta.

iv) El reforzamiento de la tendencia para crear una banca universal y borrar las fronteras de las instituciones especializadas.

iv) La internacionalización creciente de las operaciones bancarias.

Otra característica fundamental de la economía mundial en los ochenta fue que los países en desarrollo se convirtieron en exportadores netos de capital. Como resultado del pago del servicio de la deuda externa, las transferencias de valor de la periferia a la metrópoli alcanzaron montos sin precedente en la historia moderna. Según la CEPAL, en el período 1980-1990 América Latina transfirió al exterior recursos netos por 225 000 millones de dólares. Ese traslado es uno de los principales elementos que explican la profundidad de la crisis y de los desequilibrios de la región. En contraste, esa transferencia contribuyó a mejorar las ganancias de los bancos internacionales y a estabilizar el sistema financiero internacional de 1982 a 1987.

Saldos de la estrategia de Reagan

La política ofertista logró reactivar la economía estadounidense. En el período 1982-1988 el PIB creció a una tasa promedio de 4%; la inversión, el empleo y las ganancias de las corporaciones se incrementaron, y la inflación se contuvo. Esto último fue posible gracias al control estricto de la oferta monetaria, a la caída drástica de los precios de los productos básicos y a las importaciones baratas derivadas de un dólar sobrevaluado. Desde cierto punto de vista, empero, esos resultados son muy cuestionables. Aunque la rentabilidad de las empresas se elevó en forma apreciable, especialmente en el período 1982-1984, el mayor excedente económico no se volcó a las actividades productivas. Una parte importante y creciente se dirigió a los servicios, a la esfera financiera de la economía y a otras actividades especulativas.

2. Paul Sweezy y Harry Magdoff, "El déficit federal, los problemas reales", *op. cit.*

El grueso de la inversión bruta fija se orientó más a la modernización y racionalización de los procesos que a la ampliación de la planta productiva. Más de 70% de la inversión se destinó a comprar equipos, frente a 55% en los años sesenta.[3] En otras palabras, el repunte de la inversión se vinculó al restablecimiento de los márgenes de rentabilidad y competitividad de las empresas y no es, de ninguna manera, comparable a la ola de inversiones del auge de la posguerra. La inversión en las actividades productivas siguió afectada por la incertidumbre generada por la inestabilidad de las tasas de cambio y de interés, así como por el efecto deflacionista de la política de ajuste en los países en desarrollo.

A diferencia del auge de la posguerra, la recuperación de los ochenta no se tradujo en mayores ingresos para la mayoría del pueblo estadounidense: los salarios reales prácticamente no mejoraron desde 1973; la población en condiciones de pobreza absoluta creció de manera importante, y la distribución del ingreso acentuó su regresividad. Según un estudio reciente de Lawrence Michel y David Frankel, de 1947 a 1973 el ingreso familiar en Estados Unidos se incrementó 111%, en tanto que en los últimos 16 años sólo aumentó 9%. En 1973, 40% de las familias más pobres recibía 17% del ingreso, mientras que el 20% más rico se embolsaba 41%. En 1988 la participación los estratos más pobres se redujo a 15% y la de los más ricos se elevó a 44 por ciento.[4]

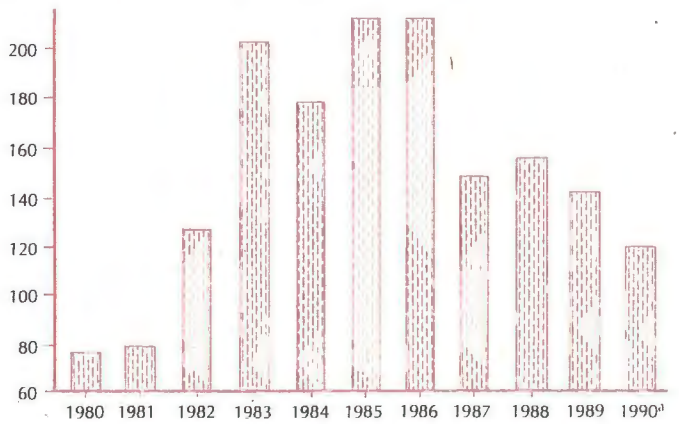
El talón de Aquiles de la política ofertista fue su notoria incapacidad para controlar los déficit fiscal y de la balanza de pagos. Se pretendía conseguir el equilibrio presupuestario hacia 1986 mediante recortes de impuestos y gastos. Empero, los ingresos perdieron dinamismo y las erogaciones siguieron creciendo impulsadas principalmente por los desembolsos militares y los pagos de intereses de la deuda pública. El déficit fiscal se elevó de 78 000 millones de dólares en 1981 a 212 000 millones en 1986 (véase la gráfica 1).

Los gastos militares elevaron su participación en el presupuesto de 22.7% en 1980 a 28% en 1987. Lindsey, defensor de la economía ofertista, atribuye el fracaso en la reducción del déficit fiscal a la expansión de los gastos militares. En su opinión, 21% del incremento del desequilibrio fue resultado de las disminuciones de impuestos, 56% de los gastos de defensa y 23% de otras erogaciones.[5] Entre estas últimas los pagos del servicio de la abultada deuda pública ocuparon un lugar destacado. En 1981 los pagos netos de intereses absorbieron 10.1% del gasto público y 13.8% en 1987.

Al igual que el déficit fiscal, el desequilibrio externo empeoró año tras año como reflejo de la erosión del poderío estadounidense (véase la gráfica 2). En forma paralela, se expandieron los superávit comercial y en cuenta corriente de Japón y de la RFA. El déficit comercial estadounidense se elevó de 28 000 millones de dólares en 1981 a 160 200 millones en 1987, mientras que el desequilibrio de la cuenta corriente pasó de 6 700 millones a

GRÁFICA 1

Estados Unidos: déficit fiscal, 1980-1990
(Miles de millones de dólares)



a. Cifras estimadas.
Fuente: Elaborada con datos del FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, Washington. Los datos del último año se tomaron de *The New York Times*.

152 500 millones. En cambio, los superávit en cuenta corriente de Japón y de la RFA se elevaron, respectivamente, de 47 700 y 33 100 millones en 1981 a 87 000 y 45 600 millones de dólares en 1987.

En 1985 el Grupo de los Siete acordó emprender la devaluación gradual del dólar para atenuar los desequilibrios entre Estados Unidos, Japón y Alemania; empero, los resultados fueron precarios. Con la insensibilidad de la balanza comercial ante los movimientos de los tipos de cambio se comprobó que éstos dependen cada vez menos del comercio exterior de mercancías y cada vez más de los movimientos de capitales, en los cuales el elemento especulativo desempeña un papel importante. Se calcula que en la actualidad los mercados de cambio manejan de 150 000 a 200 000 millones de dólares diarios. De ese total, sólo 10% se destina al financiamiento de operaciones de comercio o inversión.

La fase deflacionaria de 1987 a la fecha

En 1987 se presentó un conjunto de fenómenos que anunciaban el tránsito de la crisis a una nueva etapa. La recuperación de la economía estadounidense perdió fuerza, al tiempo que las de Japón y de la RFA cobraban dinamismo. Los países en desarrollo, sometidos a una política de ajuste que les impedía crecer debido a la transferencia de recursos al exterior, se convirtieron en una de las principales fuerzas deflacionarias.

Pese a la caída del valor del dólar, los desequilibrios externos continuaron en ascenso. La devaluación de esa moneda hizo que las autoridades monetarias estadounidenses mantuvieran altas las tasas de interés a fin de asegurar el flujo de capitales hacia su economía, proceso que mostraba crecientes dificultades. Por otra parte, a pesar de los esfuerzos por reducir el déficit y mediante algunos recortes de poca monta al gasto, el desequilibrio se mantuvo

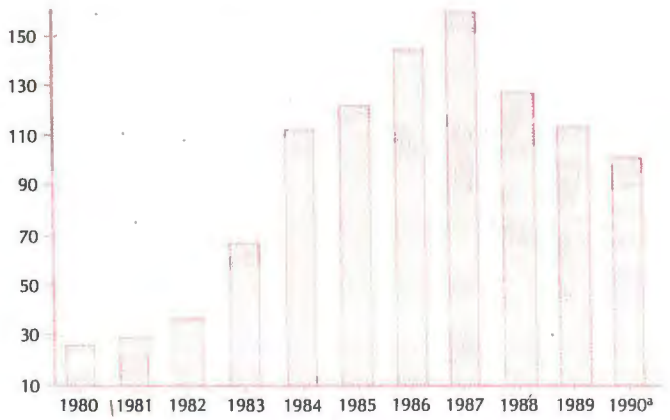
3. Citado por José Rangel, "La reaganomics y la hegemonía estadounidense. Un deterioro irreversible", en *Comercio Exterior*, México, vol. 40, núm. 1, enero de 1990.

4. Tomado de Peter Passel, "Economic Scene", en *The New York Times*, 5 se septiembre de 1990.

5. Laurence B. Lindsey, "The Growth Experiment", en *Financial Times*, 22 de marzo de 1990.

GRÁFICA 2

Estados Unidos: déficit comercial, 1980-1990
(Miles de millones de dólares)



a. Cifras estimadas.
Fuente: Elaborada con datos del FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, Washington. Los datos del último año se tomaron de *The New York Times*.

en niveles muy altos. Asimismo, la inestabilidad creciente de los mercados de cambio y la volatilidad de las tasas de interés, así como la presencia de los enormes déficit gemelos de la economía estadounidense, afectaron el comportamiento de los mercados financieros internacionales.

De 1982 a 1987, primer momento de la fase deflacionaria, el sector financiero registró un notable crecimiento en el marco del proceso de desregulación. El auge de las bolsas de valores y de la especulación parecía no tener fin. La bola de nieve del endeudamiento se agigantó en los ochenta. La deuda total de Estados Unidos —que incluye la deuda pública, la de las corporaciones y la de los consumidores— creció a una tasa superior a la del producto nacional. Como puede observarse en la gráfica 3, a partir de 1981 la deuda como proporción del PNB se incrementó en forma acelerada hasta el crac de 1987.

La deuda pública elevó su participación en el PNB de 32.5% en 1981 a 51.8% en 1987. La deuda externa creció al mismo ritmo que la pública y en el período 1981-1987 casi se triplicó, al pasar de 136 600 millones de dólares a 299 700 millones (véase el cuadro 5). La deuda de las corporaciones no se quedó atrás. Desde finales de los años setenta los pagos de intereses de las empresas se duplicaron y en la actualidad alcanzan 35 centavos de cada dólar de ganancia antes de impuestos.[6] Un comportamiento semejante del endeudamiento se presentó en otros países industrializados y en vías de desarrollo.

Durante los ochenta se acrecentó la brecha entre las esferas financiera y productiva de la economía. En un entorno caracterizado por el desbordamiento de la especulación, el deterioro de la hegemonía monetaria del dólar que cada vez perdía más su función de reserva, el desgaste de la recuperación estadounidense, la inestabilidad de las tasas de interés y de cambio y la permanencia de los déficit estructurales de la economía internacional, el 19 de octubre de 1987 se produjo el crac en la Bolsa de Valores de Nueva York. La crisis bursátil se extendió con rapidez a otros mercados, puso de manifiesto con enorme claridad el divorcio entre los sectores productivo y financiero, y activó la deflación que, en forma localizada y limitada, se había iniciado en los primeros años de los ochenta.

6. *Business Week*, 10 de septiembre de 1990.

CUADRO 5

Estados Unidos: deuda pública como porcentaje del PNB
(Miles de millones de dólares)

	Deuda pública	*Deuda externa*	*Porcentaje de la deuda pública en el PNB*	*Porcentaje de la deuda externa respecto de la deuda pública*
1980	908.5	129.7	33.2	14.2
1981	994.3	136.6	32.5	13.7
1982	1 136.8	149.5	35.9	13.1
1983	1 071.2	166.3	40.2	12.1
1984	1 564.1	192.9	41.4	12.3
1985	1 817.0	224.8	45.2	12.3
1986	2 120.1	263.4	50.1	12.4
1987	2 345.6	299.7	51.8	12.7
1988	2 600.8	362.1	53.2	13.9
1989	2 866.2	393.4	54.7	13.7

Fuente: *Economic Report of the President*, Washington, mayo de 1990.

A diferencia de los treinta, la existencia de una red de seguridad de los sistemas financieros ha impedido hasta ahora que las crisis bursátiles o financieras localizadas (por ejemplo, el derrumbe del mercado de los "bonos chatarra" y la quiebra de asociaciones de ahorro y préstamos) se conviertan en una crisis financiera generalizada y que ésta desemboque en una deflación del tipo de la gran depresión de 1929. Sin embargo, la fragilidad del sistema financiero es cada vez mayor y, pese a todos los obstáculos, la deflación avanza.

En 1987, pues, se inició un nuevo momento del proceso deflacionario. En esta fase, de manera contradictoria, compleja y distinta a otras crisis, se agudizaron las tendencias a la recesión y el sistema mostró cierta propensión al surgimiento de crisis bursátiles y financieras.

El desarrollo de la crisis financiera

Desde 1987 los sistemas financieros internacionales han mostrado una fragilidad creciente. Las crisis financieras siempre tienen un "foco" —una o varias instituciones, uno o varios mercados— en que se manifiesta en primer término la incapacidad para cubrir pagos.[7] Los actuales "focos" de la crisis financiera se localizan en la volatilidad de los mercados bursátiles; el derrumbe de los mercados de bonos de alto riesgo; la irresuelta crisis de la deuda externa del Tercer Mundo; la quiebra de las asociaciones de ahorro y préstamos, y la crisis bancaria.

7. Hyman Minsky, "Debt Deflation Processes in Today's Institutional Environment", en *Quarterly Review*, Banca Nazionale del Lavoro, Roma, núm. 143, diciembre de 1982, p. 387.

Volatilidad de los mercados bursátiles

El explosivo crecimiento de las bolsas de valores que acompañó a la recuperación de los años ochenta llegó a su fin en 1987. La crisis y la etapa posterior de volatilidad de los mercados bursátiles no sólo son resultado de los excesos de la especulación, sino que están ligados al clima general de incertidumbre sobre el futuro de la economía y a la incapacidad para resolver los problemas estructurales del mercado mundial.

La crisis de 1987 superó en magnitud y alcance a la registrada en octubre de 1929. Las pérdidas ascendieron a dos billones de dólares, es decir, más del doble del monto de la deuda externa de todo el Tercer Mundo en ese año. La inyección de liquidez al sistema financiero por parte de la Reserva Federal (Fed) impidió que el crac se transformara en una crisis bancaria y financiera generalizada.

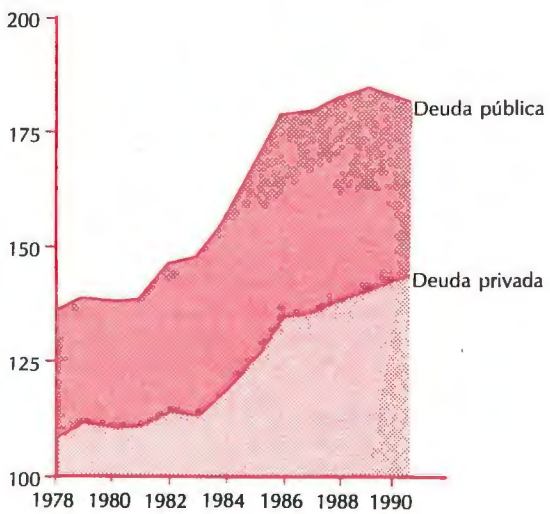
Durante 1988 y parte de 1989 las bolsas recuperaron el terreno perdido e incluso sobrepasaron los niveles anteriores a la crisis. Sin embargo, el 13 de octubre de 1989 la Bolsa de Nueva York perdió 190 puntos en un entorno de inestabilidad de los tipos de cambio y de alzas de las tasas de interés en Europa y Japón (véase la gráfica 4).

El nuevo desplome obedeció al fracaso de la compra "apalancada" de la United Airlines, operación financiada con "bonos chatarra". La baja respondió, pues, a la crisis de ese tipo de mercado y a sus crecientes limitaciones para continuar el proceso de fusiones y adquisiciones que acompañó a la expansión de los ochenta. La caída de Wall Street se trasladó al resto de las plazas bursátiles y mostró que la crisis de 1987 no era un accidente irrepetible.

Los problemas de las bolsas continuaron en 1990 debido a las menores ganancias empresariales y al estancamiento de la economía estadounidense. En febrero y marzo el principal indicador de la Bolsa de Tokio acumuló una pérdida de 23.7%. Ello obedeció a los incrementos de las tasas de interés en el mercado de bonos, a las mayores presiones inflacionarias y a la debilidad del yen.

GRÁFICA 3

Estados Unidos: deuda total como porcentaje del PNB



Fuente: *The Economist*, 29 de septiembre de 1990.

CUADRO 6

Índices de las principales bolsas de valores internacionales

		1991		Variación (%)	
	1 de agosto de 1990 (A)	*15 de enero (B)*	*13 de marzo (C)*	*B/A*	*C/B*
Nueva York	2 899	2 490	2 955	−14.11	18.67
Tokio	30 837	22 442	26 418	−27.22	17.72
Londres	2 339	2 054	2 448	−12.18	19.18
Francfort	1 892	1 322	1 542	−30.13	16.64
París	437.64	331.55	393.65	−24.24	18.73
Milán	1 053	962	1 137	− 8.64	18.19
Madrid	294.94	214.52	280.40	−27.27	30.71

Fuente: Elaborado en datos del diario *El Financiero*, México, varios números.

En el segundo trimestre de 1990 los mercados bursátiles registraron una recuperación que fue interrumpida por el estallido del conflicto del golfo Pérsico y por las repercusiones negativas del incremento notable de los precios del petróleo. Entre el 1 de agosto de 1990 —cuando Irak invadió Kuwait— y el 16 de enero de 1991 —cuando se inició la guerra— las bolsas de valores perdieron de 8 a 30 por ciento de su valor (véase el cuadro 6).

Desde el comienzo de la guerra y con el triunfo de la fuerza multinacional, las bolsas se recuperaron en forma importante, lo cual a algunas les ha permitido alcanzar los niveles de agosto pasado. Sin embargo, resulta difícil esperar una recuperación sostenida hasta que no se despeje la incertidumbre que rodea el desarrollo futuro de la economía de Estados Unidos.

Derrumbe del mercado de "bonos chatarra"

Esto ocurrió en el otoño de 1990, lo cual contribuyó a la caída de la Bolsa de Valores de Nueva York. El "bono chatarra", al igual que otros títulos de alto riesgo, tuvo un gran desarrollo en el decenio de los ochenta. A principios de ese decenio dicho mercado manejaba operaciones por 2 000 millones de dólares y en su mejor momento llegó a 200 000 millones.

El "bono chatarra" fue uno de los principales instrumentos financieros utilizados en los ochenta para impulsar fusiones, compras y restructuraciones de corporaciones estadounidenses.[8] Ese instrumento se empleó en 15 o 20 por ciento de las compras apa-

8. El "bono chatarra" es un título de alto riesgo que no tiene respaldo de otros instrumentos, como los bonos cupón cero del Departamento del Tesoro. Sin embargo, tiene ciertas similitudes con éstos, ya que se vende en el mercado a un precio inferior a su valor nominal. El "bono chatarra" paga una tasa de interés superior a la que generan otros instrumentos. El comprador se beneficia de los incrementos de los precios y del interés acumulado. En el momento de mayor desarrollo de esos títulos en la primavera de 1989, el diferencial entre la tasa del "bono chatarra" y la de los bonos del Tesoro llegó a ser de hasta cinco puntos porcentuales.

lancadas en Estados Unidos. Los agentes financieros más activos en el mercado de "bonos chatarra" fueron: Drexel, First Boston, Merril Lynch, Salomon Brothers y Shearson Lehman Hutton. Los bancos desempeñaron un papel destacado en ese mercado. Las asociaciones de ahorro y préstamos llegaron a poseer, al 31 de marzo de 1990, 14 100 millones de dólares. Más importante fue el papel de los bancos comerciales en la cobertura de las compras apalancadas. Esto hizo más complejo y vulnerable el sistema financiero, pues al riesgo implícito de los títulos "chatarra" se agregaron los créditos bancarios concedidos para impulsar esas operaciones.

Los problemas en el mercado de títulos "chatarra" se comenzaron a manifestar en el verano de 1989 debido a las crecientes tasas de interés y a los temores de una recesión. Los emisores de bonos trataron de contrarrestar las dificultades mediante incrementos en las tasas de interés y de ese modo atraer a los inversionistas. Sin embargo, ello no fue suficiente para compensar la caída de los precios que se derivó del fracaso de diversas operaciones de compras apalancadas. Las dificultades se agravaron como consecuencia de la importante baja de la Bolsa de Valores el 13 de octubre de 1989. En ello influyó el fracaso de la compra apalancada de la United Airlines, al no ser posible asegurar un financiamiento de 6 750 millones de dólares. Posteriormente, la principal firma financiera que operaba en el mercado de títulos "chatarra", Drexel, se declaró en quiebra. First Boston y Merril Lynch también se enfrentan en la actualidad a agudos problemas financieros.

Con la caída de la Bolsa se inició un proceso de retroalimentación entre los mercados bursátil y de "bonos chatarra". La volatilidad de los mercados bursátiles se agudizó por los problemas del mercado de títulos "chatarra" que frenaron el proceso de fusiones y restructuraciones que se realizaban en la Bolsa. A la inversa, la debilidad de ésta desalentó el crecimiento de los "chatarra". El mercado de éstos se encuentra en un estado de parálisis y en términos generales no se prevé un repunte. Los precios de esos papeles siguen registrando bajas. A finales de 1990, el valor de mercado era de alrededor de 150 000 millones de dólares, una pérdida de 50 000 millones con respecto a su nivel más alto. Los bancos comerciales se retiraron de ese mercado desde agosto del año pasado debido a las prohibiciones gubernamentales para continuar operando con títulos de alto riesgo. Los bancos japoneses que también jugaron fuerte a la especulación, acosados por los problemas financieros de su país, decidieron retirarse del negocio de las compras apalancadas.

Quiebra de las asociaciones de ahorro y préstamos

Una de las cuestiones más controvertidas en Estados Unidos en los últimos meses ha sido el fracaso financiero de las asociaciones de ahorro y préstamos (AAP) y el costoso plan de rescate puesto en marcha por el Gobierno para salvaguardar los recursos de los depositantes. *The New York Times* calificó el problema como "el desastre financiero más grande desde la gran depresión". En mayo de 1990 el secretario del Tesoro, Nicholas Brady, calculó que más de 1 000 instituciones de ahorro de un total de 2 500 tendrían que ser rescatadas. Una nueva estimación efectuada por el Congreso elevó el número de instituciones quebradas a 1 700 (68% del total). En su testimonio ante el Comité Bancario, Brady calculó el costo del rescate en 130 000 millones de dólares sin considerar los pagos de intereses y siempre y cuando no se agravara la situación del mercado de bienes raíces. Como el rescate será cubierto mediante la emisión de bonos gubernamentales a 30-40 años, el costo total, incluyendo intereses, oscilaría entre 325 000 y 500 000 millones de dólares.

El fracaso de las AAP se debió a su incapacidad para enfrentar con éxito la desregulación financiera. La falta de regulación estatal fue una de las principales causas de las quiebras. Paradójicamente, durante la gran depresión de los treinta las AAP resistieron mejor que los bancos comerciales los embates de la deflación, pues éstos estaban sujetos a una estricta regulación que limitaba sus actividades. Con la desregulación de los ochenta, las instituciones aplicaron una política de tasas de interés muy altas para atraer depositantes y colocaron los recursos captados en créditos e inversiones riesgosos, en especial en el mercado de bienes raíces del suroeste estadounidense. Una parte importante de esos recursos se colocó en el mercado de "bonos chatarra".

Los problemas se agravaron en 1986 como consecuencia de la baja de los precios del petróleo, lo que afectó severamente a Tejas y a los estados del suroeste. Los precios de los terrenos en esa zona comenzaron a derrumbarse. Las crisis bursátil de 1987 y la posterior de los "bonos chatarra" también afectaron la rentabilidad de las AAP. En ese año tuvieron pérdidas netas por 6 000 millones de dólares que ascendieron a 11 000 millones en 1988 y a 20 000 en 1989. Una alta proporción de las transacciones tuvo un manejo ilegal. Según un responsable de la operación de rescate, en 60% de las instituciones quebradas se descubrió fraude y en la mitad de ésas el mal manejo fue la causa principal de la quiebra.

El fracaso de las AAP afecta en forma severa el déficit fiscal. De 1989 a 1991 se solicitaron al Congreso 150 000 millones de dólares. El efecto en el mercado de bienes raíces y en la industria de la construcción ha sido muy importante. Los precios de los primeros disminuyeron cerca de 30% desde 1987. Si continúa ese descenso, lo que es probable si se profundiza la recesión, el costo del rescate y la carga sobre los contribuyentes será mayor, ya que los activos de las asociaciones en venta bajarían de valor por la caída de los precios de los bienes raíces. En tales circunstancias, la existencia misma de los AAP estaría amenazada.

Crisis bancaria

Los bancos comerciales, antes considerados el eslabón más fuerte del sistema financiero, han registrado un deterioro importante en Estados Unidos y en menor medida en Japón y el Reino Unido. Las utilidades de las instituciones estadounidenses durante el primer semestre de 1990 se redujeron 21%, después de haber experimentado una baja de 34% en 1989. En un informe de la Oficina General de Contabilidad, organismo dependiente del Congreso, se señaló que 35 de los 200 mayores bancos del país, que manejan recursos por 45 100 millones de dólares, estaban en peligro de quebrar.

Para mejorar su rentabilidad, los bancos en problemas han recortado los dividendos para elevar las reservas y emprendido programas de reducción de costos que incluyen despidos de personal. Entre los hechos más sobresalientes que evidencian el deterioro financiero de la banca se encuentran los siguientes:

i) El Citicorp reducirá sus gastos en 1 500 millones de dólares durante tres años.

ii) El Chase Manhattan Bank redujo a la mitad los dividendos de sus accionistas para elevar sus reservas por préstamos dudosos y anunció el despido de 5 000 empleados.

iii) El Bank of Boston acordó medidas semejantes para enfrentar una pérdida de cerca de 250 millones de dólares durante el tercer trimestre del año pasado.

iv) El Bank of New England, que ocupaba el décimo lugar de importancia en Estados Unidos, se declaró en quiebra. Perdió 450 millones de dólares durante el último trimestre de 1990, lo cual provocó el retiro de depósitos por alrededor de 1 000 millones de dólares.

Las dificultades de la banca estadounidense se reflejan también en el estado de los organismos de regulación bancaria. Las reservas de la Corporación Federal de Aseguramiento de los Depósitos (FDIC, por sus siglas en inglés), institución que asegura los depósitos de los bancos, se encuentran en su nivel más bajo desde los años treinta y se prevé que seguirán cayendo: de los actuales 13 000 millones de dólares a 4 000 millones a finales de 1991. Se estima que en 1992 la FDIC incurrirá en déficit.

La crisis bancaria fue ocasionada por la combinación de una serie de factores, entre los que sobresalen la debilidad del mercado de bienes raíces, donde los bancos concentran la proporción más alta de sus créditos incobrables;[9] operaciones de compras apalancadas; la deuda externa impagable de las naciones en desarrollo, y los créditos dudosos concedidos a regiones del país o sectores de la economía con problemas estructurales. En el caso de Japón, las causas principales que influyeron en el deterioro de sus poderosos bancos fueron la caída de la Bolsa de Tokio, donde las instituciones habían comprometido cuantiosos recursos, y el mercado de bienes raíces, el cual —gracias a la especulación— creció en forma notable durante el auge bursátil de los ochenta.

El presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), Alan Greenspan, reconoció recientemente la gravedad de los problemas de los bancos comerciales estadounidenses y los atribuyó al deterioro de la calidad de su cartera de préstamos. Advirtió que la situación se agravará si se debilitan las condiciones del mercado de bienes raíces o sobreviene una recesión. Para capotear el temporal, los bancos redujeron sus créditos y aumentaron la selectividad ideal para otorgarlos, además de que han recurrido a la emisión de bonos con altas tasas de interés para elevar su captación. La contracción del crédito ha sido tan severa que se ha desarrollado un proceso de "estrangulamiento del crédito" (*credit crunch*) que afecta con fuerza la rentabilidad de las corporaciones no financieras, sobre todo las que operan con niveles de endeudamiento altos. El estrangulamiento tiene un efecto deflacionario en la economía, impulsa la recesión y restringe el crecimiento del circulante monetario en un momento en que la economía necesita mayor liquidez.

Hasta octubre de 1990 el crédito bancario había disminuido 5 200 millones de dólares, después de que en 1989 se incrementó en 18 400 millones. Los bancos han tratado de sostener su captación ofreciendo tasas de interés elevadas en los títulos, lo cual encarece el costo del dinero. Actualmente, los bonos de algunos grandes bancos ofrecen rendimientos de hasta 14%, más de cinco puntos porcentuales por encima de la tasa de interés de los Bonos del Tesoro.

Las autoridades monetarias estadounidenses han tratado de resolver la crisis bancaria mediante una serie de medidas de regulación y desregulación. En el primer caso, se ubican las propuestas tendientes a elevar los porcentajes de reserva de los depósitos, limitar el aseguramiento a los depositantes menores, incrementar la capitalización de las instituciones y restructurar los organismos de regulación. Por lo que se refiere a la desregulación, se busca elevar la competitividad de los bancos mediante la modificación de las leyes que impiden el acceso de los bancos a ciertos campos de actividad o ciertas regiones del país.

La propuesta de restructuración del sistema financiero estadounidense pretende elevar la competitividad de la banca y adaptarla a las condiciones que exige la globalización económica. La supresión de las trabas legales —que limitan actualmente la operación de los bancos en ciertas áreas especializadas o regiones— y de los seguros a los depositantes mayores, darán mayor flexibilidad al sistema, aunque también alentarán la concentración del capital en los bancos grandes más rentables e incrementarán los riesgos de insolvencia del sistema.

Avance de la recesión económica

Los países industrializados encaran una recesión internacional probablemente más compleja que las registradas en decenios anteriores. El concepto de "aterrizaje suave", al que supuestamente se dirigían las economías desarrolladas, no fue más que un rótulo elegante para describir la inflación que aquejaba a varios países desde hace algunos meses. El conflicto del golfo Pérsico reforzó un proceso que se venía gestando desde tiempo atrás. La recuperación de los años ochenta y la política que le dio vida retardó la deflación y el proceso de desvalorización del capital inherente a éste, pero al precio de llevar a sus límites la fragilidad del sistema financiero.

La recesión comenzó en Estados Unidos, el Reino Unido, Australia, Canadá y Nueva Zelandia durante el segundo semestre de 1990 y se extendió a finales del año a Francia, Italia, Suecia, España y otros países. Las economías de Japón y de la RFA crecieron a un ritmo menor y sus expectativas de crecimiento se recalcularon a la baja. En el último trimestre de 1990 el PIB de Estados Unidos decreció 2%, la mayor declinación en los últimos ocho años. En 1990 la tasa de crecimiento fue de 0.9%, también la más baja desde la recesión de 1982 (véase la gráfica 5).

Hasta febrero de 1991 los principales indicadores económicos mostraban una tendencia a la baja, con excepción de la Bolsa de Valores, que registró un importante repunte durante la guerra del Pérsico. La recesión ha provocado una fuerte caída de los gastos de los consumidores (el elemento más débil de la demanda agregada) y del empleo. Desde junio de 1990 se han perdido cerca de 1.5 millones de puestos de trabajo. La tasa de desempleo se elevó de 5.2% en junio de 1990 a 6.5% en febrero de 1991 (véase la gráfica 6). Los sectores más afectados por la recesión han sido la banca, los servicios financieros, los automotores, el turismo, las líneas áreas, la construcción y los bienes raíces.

9. Durante los ochenta los bancos se comprometieron crecientemente en el mercado de bienes raíces, sector en donde floreció la especulación. En 1985 los préstamos de bienes raíces representaban 16% de los activos totales de los bancos y a finales de 1990 la relación aumentó a 23.9 por ciento.

GRÁFICA 4

Promedio industrial Dow-Jones (Nueva York)
Enero de 1987-marzo de 1991
(Miles)

Fuente: *Economic Report of the President*, Washington, mayo de 1990. Los datos se tomaron de *El Financiero*.

GRÁFICA 5

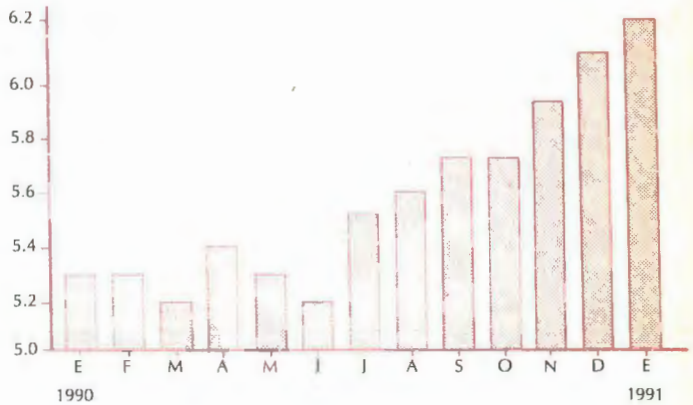
Estados Unidos: crecimiento real del PIB, 1982-1990
(Porcentaje)

Fuente: Elaborada con datos del FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, Washington. Los datos del último año se tomaron de *The New York Times*.

La economía inglesa también se enfrenta a una recesion acompañada de fuertes presiones inflacionarias. El sector bancario, aunque en mejores condiciones que el de Estados Unidos y Japón, ha registrado bajas importantes en sus utilidades. El PIB decreció 0.9 y 1.3 por ciento en el cuarto y tercer trimestres de 1990, respectivamente. La tasa de desempleo se elevó en forma sistemática desde julio del año pasado y en enero llegó a 6.6% de la fuerza de trabajo. La inflación disminuyó ligeramente de 10.9% en octubre pasado a 9% en enero, todavía alta. La menor inflación y la relativa estabilidad de la libra esterlina indujo a las autoridades monetarias a decretar durante febrero dos bajas consecutivas en la tasa de interés (de 14 a 13 por ciento). Se estima difícil, empero, que dicha reducción logre contrarrestar en el corto plazo la recesión y estimule el crédito bancario que sufre una contracción similar a la de Estados Unidos.

GRÁFICA 6

Estados Unidos: tasa de desempleo, enero de 1990-enero de 1991
(Porcentajes)



Fuente: Elaborada con datos del FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, Washington. Los datos del último año se tomaron de *The New York Times*.

La recesión se extendió a otros países. En el último trimestre de 1990 la economía francesa registró un decrecimiento del PIB de 0.4%. En diciembre el volumen de la producción industrial fue 6% menor que en igual lapso de 1989. El alza de medio punto en las tasas de interés en la RFA impide que las autoridades francesas lleven a cabo una baja de sus tasas internas, pues ello debilitaría el tipo de cambio del franco que está sujeto a las reglas establecidas por el Sistema Monetario Europeo (SME). Otros países como Suecia, Italia y España registraron a finales del año pasado bajas importantes en su producción industrial (véase el cuadro 7).

Hasta ahora la RFA y Japón han podido eludir la recesión. Sin embargo, se enfrentan a diversos obstáculos que han provocado una reducción de sus ritmos de crecimiento. En el caso alemán, el principal problema son los altos costos de la unificación y en el caso de Japón la fragilidad de su sistema financiero, muy dependiente del mercado de bienes raíces. Se calcula que la economía germana crecerá 3% en 1991, menos que en 1990 (4.6%). Algunos analistas esperan incluso una tasa de crecimiento más baja. La inflación se encuentra en niveles bajos (2.9%), aunque se cree que alcanzará 3.5% en 1991.

La restructuración de la otrora RDA requiere cuantiosos recursos. Su financiamiento ha ocasionado tensiones en el mercado de dinero, donde las tasas de interés han llegado a 9.4%, más de tres puntos por encima de las tasas de corto plazo del mercado estadounidense. El diferencial del rédito ha permitido captar recursos del exterior, que en el período agosto-noviembre de 1990 totalizaron 6 500 millones de dólares. El mayor endeudamiento público provocado por la unificación elevará el déficit presupuestario de 67 000 millones de dólares en 1990 a 106 000 millones en 1991 (5% del PIB).

Se estima que en 1991 la tasa de crecimiento de Japón será de 3.8%; en 1990 fue de 5.4%. Para controlar las presiones infla-

CUADRO 7

Producción industrial y PIB, 1990

	Producción industrial		*PIB*	
	3 meses	*1 año*[1]	*3 meses*	*1 año*[2]
Australia	0.9	− 1.5	− 6.4	−0.7[c]
Bélgica	2.7	4.4[a]	n.d.	4.0[d]
Canadá	−10.7	−6.6	−4.0	−1.0
Francia	−10.4	−1.4	−1.6	1.8
Alemania	2.6	5.2[b]	1.5	4.5
Países Bajos	6.0	3.9	10.3	3.4
Italia	−10.3	−5.3	2.7	1.8[c]
Japón	3.6	7.3[b]	4.1	5.4[c]
España	− 2.4	−0.7	3.4	3.7
Suecia	− 3.4	−2.6	n.d.	0.1[c]
Suiza	− 9.7	3.6[c]	−0.4	1.7
Reino Unido	− 6.1	−4.2	−3.8	−1.1
Estados Unidos	−10.8	−0.9[b]	−2.0	0.4

1. Diciembre de 1990.
2. Cuarto trimestre.
a. Octubre de 1990.
b. Enero de 1991.
c. Tercer trimestre de 1990.
d. 1989.
Fuente: Elaborado con datos de *The Economist*.

cionarias internas y frenar la especulación en el mercado de bienes raíces, el Gobierno ha aplicado una política de tasas de interés altas. La inflación, sin embargo, es todavía elevada. En enero la anualizada fue de 4.2% (3% en el mismo mes de 1990). El flujo de recursos financieros hacia Estados Unidos ha disminuido en forma notable debido a la baja de las tasas de interés en ese país y su aumento en Japón y otros países europeos. Las compras japonesas de bonos en el mercado estadounidense descendieron a 12 100 millones de dólares en 1990, contra 28 800 millones en 1989 y 43 200 millones en 1988.

Perspectivas de la recesión

El desenlace de la guerra del Pérsico modificó las expectativas económicas: la recesión se moderará y concluirá en el corto plazo. Esto coincide con lo señalado por el presidente Bush en su Informe al Congreso, en el sentido de que la expansión de los ochenta fue interrumpida temporalmente, que el receso terminaría pronto y que su país regresaría a la senda del crecimiento sostenido. Conforme a esta apreciación, los precios del petróleo bajarán, lo cual elevará la confianza y el gasto de los consumidores y atenuará las presiones inflacionarias; la economía estadounidense reanudará su crecimiento durante el tercer trimestre, con lo que el PIB crecerá en este año 0.9 por ciento.

Las bolsas de valores han registrado un repunte importante que les ha permitido recuperar, en el caso de Wall Street y otras europeas, el terreno perdido durante el conflicto con Irak (véase el cuadro 6). Las bolsas generalmente se adelantan alrededor de cuatro meses a la recuperación económica, por lo que la actual euforia bursátil, según los partidarios del rápido fin de la recesión, es el preludio del crecimiento. Sin embargo, no siempre ha sido así. En otras coyunturas la Bolsa ha dado señales falsas sobre el curso de la economía, como sucedió en 1974, cuando logró a principios de ese año una importante recuperación que no pudo sostenerse porque la recesión se profundizó en vez de superarse.

El optimismo se apoya también en la flexibilización de la política monetaria de la Fed. La tasa preferencial, que aplican los bancos comerciales a sus principales clientes, ha disminuido un punto porcentual desde diciembre y en marzo se ubicó en 9%. La Fed ha inducido, asimismo, una baja del rédito de corto plazo. La tasa de Fondos Federales, que rige los préstamos interbancarios, disminuyó en los primeros meses del año.

Pese al optimismo, el panorama sobre el curso futuro de la economía no es claro. La baja de las tasas de interés puede no ser suficiente para reactivar el consumo y la inversión. Por lo pronto, el crédito bancario no da muestras fehacientes de recuperación. La restricción crediticia y la menor velocidad de circulación del dinero provocadas por el descenso del consumo y el avance de la recesión, han generado una importante contracción en el crecimiento del medio circulante. Por otro lado, los bajos niveles de consumo e inversión no están determinados exclusivamente por factores de desconfianza, sino por la baja de los ingresos de los consumidores y de las utilidades de las empresas.

La contracción del circulante monetario es particularmente preocupante por los altos niveles de endeudamiento de la economía. De proseguir aquélla, las quiebras bancarias e industriales se intensificarán e incluso las empresas solventes profundizarán sus programas de recortes de gastos. La reducción de dividendos se ha vuelto una práctica común: el año pasado 143 compañías los disminuyeron y 266 los omitieron; esas cifras han sido las más altas desde 1982.

Dado el sobreendeudamiento de la economía, el desarrollo y eventual agravamiento de la recesión podría causar una suspensión de pagos en cadena. Ello, debido a la fragilidad del sistema financiero, podría conducir a una crisis generalizada, a pesar de la existencia de las redes de seguridad. La economía mundial se encuentra en una situación muy parecida a la descrita por Irving Fisher al analizar la depresión de los años treinta. Según ese autor, las grandes crisis sólo sobrevienen cuando existe una situación de sobreendeudamiento, lo cual, a su vez, conduce a un proceso deflacionario que profundiza la caída de la producción, el empleo, los ingresos y las utilidades de las empresas.[10]

La fragilidad del sistema financiero es hoy mayor que en los años treinta. El proceso deflacionario, aunque complejo y contradictorio, está presente en varios sectores. La deflación es más visible en los sectores de bienes raíces y financiero (mediante la cancelación y restructuración de pasivos), pero comienza a aparecer también en las ramas de acero, aluminio, plástico y otras mercancías. Existe cada vez mayor consenso entre los economistas de que la actual recesión "está dirigida por el sector financiero". De ahí que incluso si se produce una pronta recuperación impulsada por la reconstrucción del Medio Oriente u otros factores, la expansión no igualará la del decenio de los ochenta. Las fuertes tensiones en el sistema financiero, los problemas estructurales de algunos sectores, como la construcción, y el peso creciente del endeudamiento público y privado, indican que de presentarse la recuperación, ésta no tendría la fortaleza de otras previas. □

10. Irving Fisher, "The Deflation Theory of Great Depressions", en *Econométrica*, vol. 1, 1983.