

Reflexiones al final de un ciclo

JUAN RAMÓN CALAF SOLÉ

A propósito de la aparición de «El largo Boom», de Schwartz, Leyden y Hyatt, el autor reflexiona sobre algunos factores que inciden en el mantenimiento de la buena situación en que se encuentra la economía norteamericana, y que son el mercado financiero de EEUU y el stock de capital social, los cuales se analizan en este artículo.

Palabras clave: economía internacional, ciclos económicos, mercados financieros, capital social, EEUU.

Clasificación JEL: F41.

1. Introducción

La aparición del libro de Schwartz, Leyden y Hyatt, «El largo Boom», constituye una muestra más de la psicología de los agentes económicos en épocas expansivas o recesivas del ciclo: creer que el crecimiento o la depresión durarán por un tiempo indefinido, tanto más largo cuanto más marcado es su carácter.

Partiendo del exuberante actual ciclo de la economía americana, los tres autores sostienen que el crecimiento de la economía mundial podrá mantenerse fácilmente en los próximos 20 años a una tasa anual media de entre el 4 y el 6 por 100, permitiendo resolver los problemas que la Humanidad tiene planteados en este nuevo siglo.

Sin entrar en la discusión de los fundamentos (muy discutibles) de la argumentación seguida en el libro es, sin embargo, digno de resaltar la robusta situación en la que se encuentra la economía americana, después de estar instalada durante casi una década en uno de los ciclos económicos más largos e intensamente alcistas de los últimos cincuenta años.

A pesar de los reiterados intentos de Alan Greenspan por enfriar la economía, vía paulatinas elevaciones de los tipos de interés, el gran dinamismo del consumo, en buena parte inducido por la excelente situación del empleo y también por el

efecto riqueza derivado de la fuerte capitalización alcanzada por Wall Street, y los buenos resultados de las empresas auguran que el presidente de la Reserva Federal está cercano a conseguir el objetivo que se fijó cuando fue nombrado por el presidente Georges Bush: crecimiento estable de la economía con una baja y controlada tasa de inflación. Sólo hay que esperar, sin embargo, que el fuerte endeudamiento de las familias y elevado déficit comercial no actúen como un brusco freno a este proceso.

No obstante, el comportamiento de la economía americana no ha sido únicamente posible con un cauto y hábil manejo de la política monetaria, sino que otros factores previos sirvieron de base a su lanzamiento.

Los entusiastas de la Nueva Economía, entre los que se encuentra como uno de sus grandes adalides la línea editorial del semanario *Business Week*, argumentan que detrás del escenario de alto, y por ahora imparable, crecimiento y baja inflación se encuentran elementos estructurales (especialmente lo que Schumpeter llamaría *ola de innovación creadora*, en el sector de la información y las telecomunicaciones) que hacen que el continuado crecimiento de la productividad compense las tensiones que puedan existir en el sector de los precios.

Sin embargo, hay dos factores adicionales que



COLABORACIONES

favorecieron en su momento la aparición y mantenimiento de esta energía creadora: el mercado financiero estadounidense y el *stock* de capital social.

2. Un mercado financiero

El primer elemento importante y que marca la primera diferencia con el resto de las economías industriales es la existencia de un potente y continuamente innovador mercado financiero, orientado a apoyar nuevas inversiones de y con futuro, y más «democrático» que el modelo europeo o japonés basado masivamente en el sector bancario.

Hasta la década de los sesenta, el mercado financiero estadounidense estaba dominado por unos pocos bancos y grandes compañías de seguros que prácticamente determinaban qué prestatarios tenían acceso al capital financiero. Sus clientes eran alrededor de 800 grandes y bien establecidas empresas, de elevado *rating* y con una reducida tasa de innovación tecnológica. Miles de pequeñas y medianas empresas con perspectivas y potencial de crecimiento quedaban fuera de los circuitos financieros. Puede decirse que Wall Street estaba más interesado en financiar el pasado que el futuro.

Cuando en 1974 los tipos de interés internos se dispararon, el Dow Jones cayó en picado y los bancos y compañías de seguros únicamente pudieron continuar prestando a sus mejores grandes clientes, comenzaron a aparecer diferentes instrumentos de deuda de bajo *rating* y alta remuneración, que en tres años se popularizaron hasta dar lugar a un mercado financiero, NASDAQ, paralelo a la bolsa neoyorquina, donde actualmente cotizan las acciones de empresas como Microsoft, Intel, Cisco, MCI, Mc Caw Cellular y muchas más que son fuente actual de continua innovación, riqueza y empleo.

Es difícil imaginar como hubieran podido desarrollarse todas esas empresas, pequeñas en su nacimiento, pero emprendedoramente innovadoras, sin la existencia de un sistema financiero de mercado, abierto al ahorro privado. Este fenómeno tuvo asimismo un decisivo impacto en el mercado de trabajo, ya que el crecimiento de esas

pequeñas compañías fue emparejado a un fuerte proceso de creación de empleo.

En la actualidad, mientras en Estados Unidos un 60 por 100 de las emisiones corresponden a empresas de bajo *rating*, en Europa este porcentaje baja al 17 por 100. Los inversores americanos, con mayor apreciación por el riesgo, saben que las ganancias que obtienen en algunas IPOs, compensan con creces las pérdidas que puedan tener en otras. Esa preferencia es la que ha llevado a que el NASDAQ, sobre todo en su vertiente tecnológica, esté creciendo más fuertemente que Wall Street.

3. Un gran *stock* de capital social

La mejor tecnología financiera no hubiera bastado para fundamentar el sólido proceso que vive la economía americana si no hubiera existido un capital social históricamente adquirido.

El capital social es la conjunción de elementos tan dispares, pero tan notables, como la educación general, el cuidado del medioambiente y la salud pública, un sistema barato y eficiente de infraestructura de comunicaciones y transporte, la seguridad ciudadana y la policía, la libertad religiosa, el sentimiento de pertenencia a una comunidad y de los beneficios y obligaciones que comporta, el sentimiento de la propiedad pública y una base amplia de la sociedad civil. Pero también es crucial contar con un importante y fuerte espíritu de riesgo en el empresario, apoyado en un sistema de derechos de propiedad eficiente, respetado y operativo, la protección de los acreedores, continuidad, estabilidad y claridad regulatoria, mercados transparentes y sistemas de información financiera rigurosos, accesibles y rápidos.

El fortalecimiento del capital social es lo que, en definitiva, ha permitido históricamente a los poderes públicos y a la sociedad luchar contra los problemas de la pobreza y el desempleo por el único camino existente que es generar riqueza.

Mientras en Estados Unidos y en gran parte de Europa un buen número de todos esos elementos ha sido gestionado con un éxito apreciable, Japón está más lejos de conseguir un desarrollo equilibrado de todos ellos.



COLABORACIONES

El reto europeo después de un año desde la adopción del euro, va en la línea anotada de facilitar la financiación de inversiones innovadoras y de incrementar nuestro *stock* de capital social.

Ineludiblemente se están acometiendo reformas en los mercados financieros y de capitales, en los sistemas tributarios, en el mercado de trabajo y en la cultura corporativa y se acelera el paso hacia una más amplia desregulación, reestructuración empresarial y mayor eficiencia de los mercados.

La introducción de la moneda única y la disciplina creada por los Pactos de Estabilidad y Crecimiento facilitan la profundización de este proceso. Los gobiernos avanzan rápidamente hacia la liberalización y privatización de las telecomunicaciones, las aerolíneas, la energía y hasta los servicios postales. Las fusiones y adquisiciones europeas que en 1997 alcanzaron la cifra de 200 mil millones de dólares, en 1998 llegaron a los 900 mil millones y se espera que en 2000 supere el billón de dólares.

La acuciante necesidad de reformar ampliamente el sistema de pensiones y el aligeramiento del aparato de los Estados hace pensar en que, por una parte, el incremento de la tasa de ahorro de

las familias, deseosas de reforzar su seguridad económica futura, creará una clase de ahorradores/inversores más interesados en un crecimiento a largo plazo de sus activos que en una rentabilidad a corto, que hallarán en los fondos de pensiones e inversión el instrumento idóneo para su seguridad. Por otra, las necesidades de gasto corriente de las administraciones deberán disminuir. Ello debería originar la liberalización de recursos para la más eficiente financiación de las necesidades de crecimiento y expansión del sector privado. El proyecto de recortes impositivos presentados por los gobiernos de Francia y de Alemania van en esta línea.

La aparición de mercados como el NASDAQ en Bélgica, el Neuer Markt, en Alemania y el proyecto de la Bolsa de Londres para crear un mercado de baja capitalización permiten adivinar un creciente proceso de innovación tecnológico-financiero y apoyo a las inversiones más innovadoras y productivas.

Sin ser tan optimistas como Schawrtz, Leyden y Hyatt, esperemos que las tendencias anteriores permitan a Europa iniciar y consolidar definitivamente un largo boom económico en el inicio de este milenio.



COLABORACIONES