

Estados Unidos: logros y retos de la Nueva Economía

.....
SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS
SOBRE EL SECTOR EXTERIOR
.....

EEUU ha sido durante estos últimos años el mayor motor del crecimiento mundial. Los años 90 constituyen el período de crecimiento más prolongado de la economía americana desde la Segunda Guerra Mundial, 107 meses consecutivos hasta febrero de 2001.

Mucho se ha hablado acerca de la validez de las leyes económicas de la «vieja economía» en la Nueva Economía. Así, por ejemplo, los economistas han intentado contrastar si los ciclos económicos tienen el mismo comportamiento que en épocas de crecimiento anteriores, o si es posible crecer con una inflación sistemáticamente controlada, e incluso se buscaron nuevas explicaciones sobre la formación de los precios de los activos financieros, poniendo en duda los métodos tradicionalmente empleados para la valoración de acciones.

La economía americana parece estar saliendo en las últimas semanas de este largo proceso de crecimiento económico. Sin duda, es en estas épocas de cambio, cuando mejor puede contrastarse el grado de certeza que hay en las teorías que se formularon acerca del nuevo comportamiento de la economía norteamericana. El objetivo de este artículo es señalar la naturaleza de lo que vino en llamarse Nueva Economía y analizar cuánto de «viejo» o de «nuevo» hay en la economía americana, a raíz de los acontecimientos de estos últimos meses. Analizaremos, igualmente, los grandes retos pendientes de la economía norteamericana.

EEUU, cuna de la Nueva Economía

La Comisión de Asesores del Presidente de EEUU publicó en enero su informe anual (1) en

el que define la Nueva Economía como el resultado de «extraordinarias mejoras en los resultados económicos (tales como un rápido incremento de la productividad, crecimiento de la renta, bajo desempleo e inflación moderada) que se deriva de la actuación de fuerzas económicas que se refuerzan mutuamente: tecnología, organización empresarial y políticas públicas».

De forma esquemática y de acuerdo con esta definición, podríamos identificar seis grandes cambios económicos operados en EEUU durante los últimos años:

- Alto grado de innovación tecnológica.
- Fuerte proceso inversor, especialmente en nuevas tecnologías.
- Salto de tendencia en el crecimiento de la productividad.
- Nuevas formas de organización del trabajo.
- Nuevas formas de competencia.
- Políticas públicas basadas en la eliminación del déficit público, el control de la inflación y la liberalización de los sectores económicos.

Estos procesos económicos se refuerzan entre sí. Así por ejemplo:

- Un bajo nivel de déficit público alivia la presión sobre los tipos de interés y libera recursos para la inversión del sector privado. En la última década, la inversión aumentó del 9 por 100 al 15 por 100 del PIB en EEUU. Esta mayor inversión genera mayor crecimiento que, a su vez, favorece el proceso de consolidación fiscal.



EN PORTADA

(1) «Economic Report of The President» y «Annual Report of the Council of Economic Advisers», *United States Printing Office, Washington, 2001*, <http://w3.access.gpo.gov/eop/index.html>.

— Asimismo, la inversión es el único componente de la demanda interna que, además de actuar sobre la demanda expande a largo plazo la oferta productiva de la economía. De ahí, que sean posibles altos grados de crecimiento sin tensiones inflacionistas.

Los resultados macroeconómicos

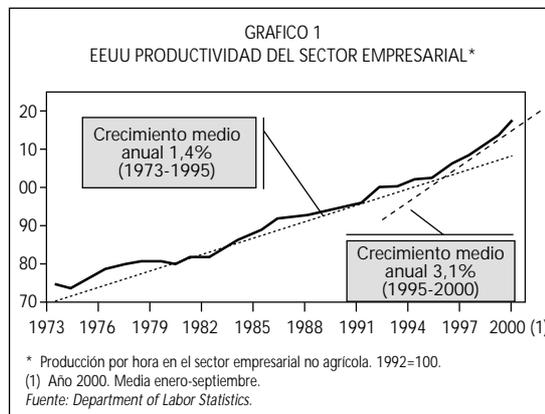
Hasta febrero de 2001, la economía norteamericana ha registrado 107 meses consecutivos de crecimiento. Desde 1993 hasta finales de 2000 la tasa anual media de crecimiento fue de aproximadamente el 4 por 100 y se elevó al 6 por 100 entre el segundo semestre de 1999 y la mitad del año 2000.

El desempleo ha descendido a niveles mínimos desde 1969. Hasta finales de 2000 la tasa de paro ha permanecido más de 40 meses por debajo del 5 por 100 con un mínimo de 3,9 por 100 en 2000. Entre 1993 y 2000 se han creado más de 22 millones de empleos.

Las desigualdades sociales, aún siendo muy elevadas todavía, se han reducido considerablemente. La tasa de pobreza (2) se ha reducido del 33,1 por 100 de 1993 al 23,6 por 100 en 2000, todavía muy alejada del 11 por 100 de 1973. El crecimiento de la renta de las economías domésticas ha estado mejor distribuido en estos 10 últimos años que en los 20 años anteriores. Así por ejemplo, aunque los individuos situados en el extremo superior de la distribución mejoraron su posición relativa, ahora también lo hicieron los situados en el extremo inferior.

Los precios, por su parte, han permanecido controlados. Entre 1991 y 2000 el IPC creció a una tasa media anual del 2,2 por 100. La inflación subyacente tuvo un comportamiento todavía más estable. Todo ello, en un contexto de mejora de los salarios reales, que crecieron un 7,4 por 100 en los últimos 8 años.

(2) Definida como el porcentaje de personas que viven por debajo del umbral de la pobreza. Así, por ejemplo, el umbral de la pobreza calculado por el *US Census Bureau* para una familia de cuatro miembros era en 2000 de 17.761 \$ y de 8.959 \$ para personas que vivan solas.



Los cambios microeconómicos

Todos estos logros macroeconómicos no serían comprensibles sin un análisis de los comportamientos microeconómicos de los agentes económicos. A este respecto, conviene analizar cuáles han sido los principales cambios:

- Aumento de la productividad.
- Nuevas tendencias en la I+D.
- Nuevas formas organizativas de las empresas.
- Nuevas formas de competencia.
- Nueva relación entre sistema financiero y sector real.

Causas del crecimiento de la productividad

La productividad del trabajo en el sector empresarial no agrícola ha experimentado un salto de tendencia a partir de 1995. (Gráfico 1). Esta inflexión en la tendencia se ha asociado a la aplicación masiva de las nuevas tecnologías en la producción de bienes y servicios. No se trataría simplemente del rebote habitual de carácter cíclico que experimenta la productividad tras períodos de depresión, sino de un auténtico cambio cualitativo en la forma de organización de las empresas.

Cuatro son los grandes factores explicativos del aumento de la productividad (3):

(3) No entramos a analizar los problemas estadísticos de la medición de la productividad. Estas dificultades tienen que ver con la medición de cambios de calidad de los bienes y servicios, que no se incorporan como mayor valor de la producción. Por otro lado, autores como Robert Gordon niegan que se haya producido una aceleración en la productividad de EEUU y afirman que existe una sobrevaloración de los precios de productos informáticos. A tal respecto puede consultarse ICE, número 783, sobre el *Nuevo Paradigma Americano*.



EN PORTADA

CUADRO 1
LA INFORMÁTICA, NÚCLEO DE LA INNOVACION TECNOLÓGICA

En 1965, Gordon Moore, uno de los ingenieros fundadores de Intel, señaló que los avances en la tecnología permitirían que cada 18 meses se duplicara el número de transistores contenidos en cada chip. Así, en 1971 el microprocesador 4004 contenía 2.300 transistores, mientras que el Pentium II (1997) contiene 50 millones.

La mayor rapidez de los ordenadores no sólo significa una mayor capacidad de cálculo, sino también de almacenamiento y transmisión de datos. Existe así un círculo virtuoso que liga la mayor rapidez de cálculo con la reducción de costes de almacenamiento de información y la mayor rapidez en la transmisión de datos. De esta forma, mientras que el ancho de banda de la fibra óptica en servicios de transmisión generalmente empleados se multiplicaba por 20 entre 1996 y 2000, el precio de una misma unidad de hardware se reducía a la mitad en este mismo período. El software, sin embargo, ha visto caer sus precios en menor medida.

La participación del sector informático en el PIB de EEUU se incrementó del 5,8% en 1990 al 8,3% en 2000. El empleo del sector de la informática se duplicó en este mismo período frente a un incremento del 23% para el conjunto de la economía. Esto significa que la expansión del sector es relativamente intensiva en empleo y que su contribución a la productividad total de la economía se realiza no en el propio sector, sino gracias a la incorporación de sus avances en otros sectores.

Así, por ejemplo, la fabricación mediante máquinas controladas numéricamente supone fuertes ganancias de productividad frente a los sistemas de calibración y mediciones manuales previamente empleados. El diseño asistido por ordenador, la gestión integrada de procesos, o el marketing personalizado son también actividades fuertemente basadas en los desarrollos informáticos.

Fuente: Elaboración propia a partir del «Economic Report of The President» y del «Annual Report of the Council of Economics Advisers».

— Mayor dotación de capital *per cápita*, en especial capital tecnológico (ordenadores y software). Explica aproximadamente un cuarto del aumento de productividad.

— Mejoras en la calidad del trabajo: su aportación al crecimiento de la productividad no parece haber sido especialmente relevante.

— Mejoras en la propia productividad del sector de la informática: tampoco es el factor fundamental.

— Mejoras en la productividad del resto de los sectores: es la causa fundamental del aumento de la productividad general de la economía.

Se demuestra así que la informática es una tecnología horizontal que mejora sustancialmente la productividad de los sectores en los que se incorpora. En EEUU, por ejemplo, los sectores que muestran mayor incremento de la productividad fueron el de la distribución comercial (mayorista y minorista) y el sector financiero. Los sectores menos beneficiados fueron el agrícola, el sector seguros y los servicios médicos. Resulta llamativo, en este sentido, que el sector de la informática y las nuevas tecnologías mostrara un menor dinamismo en su productividad, cuando este sector es precisamente la causa fundamental del incremento general de la productividad en el conjunto de la economía.

Nuevas tendencias en la I+D

Las nuevas tecnologías no surgen espontáneamente; son el resultado de largos procesos de investigación y desarrollo. También en la I+D se están produciendo cambios relevantes:

— Auge de la investigación básica, frente a las patentes basadas en patentes previas.

— Mayor participación de las PYMES.

— Menor participación pública.

— Ruptura de la integración vertical en la I+D, favorecida por la aplicación de tecnologías modulares en la propia actividad investigadora.

Cambios organizativos en las empresas

El aprovechamiento eficiente de las nuevas tecnologías exige cambios en la forma de funcionamiento y organización de las empresas y economías domésticas. Estos cambios pueden ser lentos, e incluso pueden disminuir inicialmente la productividad.

La aplicación intensiva de tecnologías informáticas trae consigo el aumento de la responsabilidad individual de los trabajadores, que pasan a ser gestores de información y no meros cumplidores de tareas preasignadas. La gestión de información requiere mayores dosis de creatividad en el puesto de trabajo. Por ello, son las empresas más avanzadas en la adopción de nuevas tecnologías las que suelen mostrar sistemas organizativos menos jerarquizados.

La mayor creatividad aumenta la responsabilidad individual de los trabajadores y genera a la vez un mayor riesgo de pérdida de control por parte del empresario. No es extraño, por lo tanto, que sean las empresas que mayor uso hacen de las nuevas tecnologías las que en mayor medida hayan adoptado sistemas de remuneración variables como la participación en beneficios o las *stock options*.



EN PORTADA

Asimismo, las empresas que aplican las nuevas tecnologías, tienen un mejor conocimiento de su demanda, consiguen gestionar más eficientemente sus *stocks* y personalizan sus actividades de marketing, evitando los altos costes del marketing masivo.

Por último, las nuevas tecnologías permiten a las empresas centrarse en lo esencial y externalizar tareas secundarias, en las que no se tenga especial ventaja comparativa. Sin duda, estas nuevas formas de organización empresarial están modificando la competencia y la estructura de los mercados.

Alteraciones en la competencia

La externalización de actividades que permiten las nuevas tecnologías ha provocado una menor integración vertical de actividades y una redefinición de los límites entre empresa y mercado. No es casualidad, por ejemplo, que las empresas productoras de microprocesadores están claramente diferenciadas de las de otros fabricantes de *hardware* o *software*. Hasta los años 80 estas actividades solían estar integradas en una única empresa.

La menor integración vertical no significa, sin embargo, una menor integración con clientes y proveedores. Más bien, todo lo contrario; el mejor conocimiento entre empresas facilita la externalización de actividades que antes se realizaban internamente. Sin el desarrollo informático no hubiera sido posible delegar esas tareas sin asumir graves riesgos de descoordinación.

La naturaleza de los cambios tecnológicos ha alterado también los incentivos de las empresas a la hora de diseñar sus estrategias de competencia. Así, por ejemplo, las economías de red (4) premian a las empresas pioneras que consiguen establecer los estándares de tecnología.

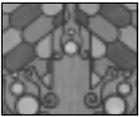
A su vez, esta carrera por el desarrollo inicial de nuevas aplicaciones se ve incentivada por el

rápido ritmo de depreciación de las nuevas tecnologías que exige cortos períodos de recuperación de la inversión. El riesgo, obviamente, es quedar retrasado y no poder recuperar los altos costes de I+D que exigen las nuevas tecnologías. En este contexto pues, sólo una pequeña proporción de las empresas dedicadas al desarrollo de I+D podrán tener éxito. Tal vez esto explique el aumento en las tasas de creación y defunción de empresas en EEUU.

El incentivo de la I+D radica obviamente en la posibilidad de extraer un beneficio privado. Por ello, un buen sistema de patentes resulta esencial. En EEUU, la protección de la propiedad intelectual es algo más amplia que en Europa o Japón, al permitirse, entre otras cosas, una mayor protección a las innovaciones sobre aplicaciones informáticas y sobre las investigaciones en biotecnología. Recuérdese, a este respecto, los conflictos acerca de la posibilidad de patentar el genoma humano, o las crecientes demandas para que los programas informáticos desvelen su código fuente, con el fin de que otros programadores puedan desarrollar nuevas aplicaciones.

La generación de información está sujeta a fuertes economías de escala. Por ejemplo, resulta raro encontrar localidades en las que compitan más de dos servicios de páginas amarillas. Al mismo tiempo, el desarrollo de Internet permite un menor coste en la distribución de información. Una economía intensiva en información tenderá así a generar pocos productores de información, aunque un elevado número de distribuidores de la misma. La competencia se libra en el volumen y calidad de los contenidos informativos. La competencia entre los portales de Internet podría usarse como ejemplo de este tipo de competencia.

Por último, otro fenómeno que condiciona el tipo de competencia es el aprovechamiento de los efectos desbordamiento en el sector de la informática. Las economías de aglomeración se habían asociado tradicionalmente a la reducción en los costes de transporte y a la puesta en común de instalaciones industriales. En la Nueva Economía las economías de aglomeración no desaparecen, pero ven alterada su naturaleza; ahora, se trata de compartir información. Lo prueban las aglomera-



EN PORTADA

(4) A veces también conocidas como Ley de Metcalf: el valor de la información compartida entre las partes sigue un incremento geométrico con una razón igual al cuadrado del número de participantes, mientras que los costes generados únicamente se incrementan en proporción lineal. (BICE, número 2673, *El comercio electrónico en EEUU*, PARRA BATRES, Manuel).

CUADRO 2
DIVERSAS INICIATIVAS DE POLÍTICA ECONOMICA EN EE UU

Política fiscal
1993: Omnibus Budget and Reconciliation Act: cambios en la estructura impositiva y contención de los gastos públicos 1997 Balanced Budget Act: reducción del gasto público, especialmente los de Medicare, para la eliminación del déficit público.
Formación
21st Century Community Learning Center Program: utilización de escuelas en horas no lectivas. GEAR UP (Gaining Early Awareness and Readiness for Undergraduate Programs). Mejor acceso a las Universidades. Workforce Investment Act: formación para trabajadores, especialmente los de rentas más bajas y los afectados por procesos de reconversión. Youth Opportunity Grants: formación profesional, especialmente para colectivos con mayores dificultades de inserción en el mercado laboral. NAFTA Transitional Adjustment Act: asistencia a trabajadores afectados por el acuerdo NAFTA.
Nuevas tecnologías
National Science Foundation: de carácter público, sus fondos aumentaron en un 60% entre 1993 y 2000. National Institutes of Health: de carácter público, sus fondos aumentaron en un 80% entre 1993 y 2000. Research and Experimentation tax credit: deducción fiscal a la I+D, prorrogada hasta el 2004. Internet Tax Freedom Act: (1998) moratoria fiscal de 3 años para transacciones realizadas a través de Internet. (Acceso a internet, servicios online, envío de información). Se prohíben expresamente los impuestos sobre volumen de información electrónica (bits).
Regulación sectorial
Financial Services Modernization Act (1999): permite la fusión de actividades entre bancos, seguros y empresas de inversión. (Deroga la Glass-Steagall Act de los años 30). Telecommunications Act (1996): refuerza la liberalización del sector de telecomunicaciones.
<i>Fuente: Elaboración propia a partir del «Economic Report of The President» y del «Annual Report of the Council of Economics Advisers».</i>

ciones de empresas tecnológicas en Silicon Valley (California), el Research Triangle de Carolina del Norte, la Carretera 128 en Massachusetts o la concentración de empresas informáticas en Austin (Texas).

El sector financiero en EEUU

En los últimos años, EE.UU ha continuado su proceso de desintermediación financiera. Los mercados de capitales han jugado así un papel fundamental en la financiación de la Nueva Economía frente al recurso tradicional al sistema bancario mayoritario en Europa o Japón.

La financiación en los mercados de capitales permite repartir el riesgo entre un gran número de agentes. Además, evita el recurso a la financiación ajena, de devolución obligatoria. Buena parte de las inversiones no se hubieran llevado a cabo sin este sistema de financiación. A la vez, sólo un sistema basado en la captación de muchos pequeños inversores permite asimilar caídas tan fuertes como las sufridas en los mercados de valores tecnológicos desde marzo de 2000.

Dos instrumentos han sido especialmente relevantes en la financiación de la Nueva Economía:

- *El capital semilla*: que financia nuevos proyectos, especialmente innovadores.
- *El capital riesgo*: que mediante participa-

ciones en el capital de las empresas, financia proyectos de aplicación de nuevas tecnologías ya existentes o recién desarrolladas. Así, si en los años 80 el capital riesgo creció en EEUU a un ritmo anual del 17 por 100 mientras que en los 90 lo hizo a un 30 por 100.

El capital riesgo, no es siempre autónomo; una buena parte procede de empresas ya existentes, que prefieren crear nuevas sociedades y así evitar la competencia interna entre diferentes departamentos de la misma empresa, que desarrollan tecnologías que pueden potencialmente competir entre sí.

El éxito del capital riesgo en EEUU se ha visto igualmente reforzado por la facilidad para lanzar ofertas públicas de venta de acciones. En 1999 se realizaron 374 colocaciones de capital de nuevas empresas tecnológicas en Bolsa, 241 en 2000 y sólo dos en estos primeros meses de 2001.

Nueva Economía y política económica

El nuevo paradigma lleva también asociadas un conjunto de políticas económicas, basadas en la eliminación del déficit público el control de la inflación (con autoridades monetarias previsoras, que se anticipan al ciclo económico), y la actuación sobre la oferta mediante la liberalización de los sectores, defensa de la competencia, políticas de I+D, formación. En el Cuadro 2 se recogen



EN PORTADA

algunas de las iniciativas promovidas en estos últimos años. Se asume que las políticas de demanda deben ir orientadas hacia la consecución de la estabilidad económica general, en precios, finanzas públicas, etcétera. No se trata, en definitiva, de grandes avances en la formulación de políticas económicas, sino de un conjunto coherente de medidas que se refuerzan mutuamente.

Los retos de futuro

Podríamos señalar cuatro grandes retos de futuro para la economía estadounidense:

- Mantenimiento del ritmo de crecimiento de la productividad.
- Recuperación del ahorro privado que permita la corrección del déficit exterior.
- Sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas.
- Impacto de los mercados de valores sobre la economía.



EN PORTADA

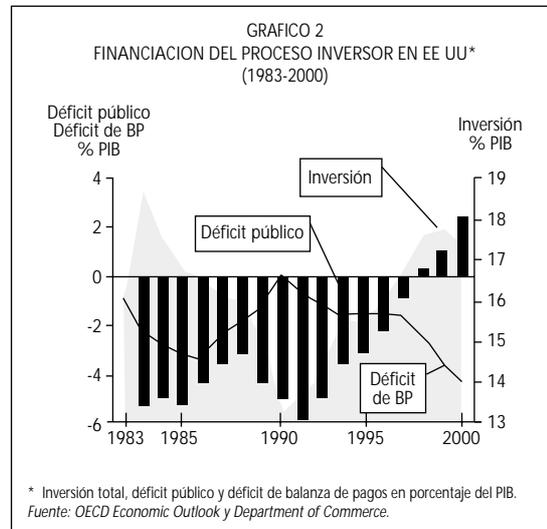
Mantenimiento de la productividad

Este reto plantea, a su vez, dos cuestiones.

La primera es saber cómo van a reaccionar los agentes a medida que desaparece el efecto sorpresa provocado por el incremento de productividad. El factor sorpresa del cambio tecnológico no puede mantenerse indefinidamente. Se ha estimado que un cambio no esperado de un 1 por 100 en el incremento de la productividad se traduce en un descenso de la NAIRU (5) de un punto porcentual. Así, una vez asimilado el efecto sorpresa, e incluso si se mantiene un alto ritmo de crecimiento de la productividad, sería lógico que la economía encontrara una válvula de escape en forma de mayor inflación o mayor tasa de paro.

El segundo gran reto de la productividad, es aún más profundo: ¿es posible realmente mantener el ritmo actual de crecimiento de la productividad? Las últimas estadísticas disponibles referentes a la productividad en el sector no agrario en el último trimestre de 2000, parecen indicar que se mantiene este alto ritmo de crecimiento.

(5) La NAIRU es la tasa de desempleo que no acelera la inflación.



La elevada capacidad productiva aún disponible debería colaborar en esta función.

Tradicionalmente, las recesiones en EEUU han ido precedidas de bruscas caídas en la productividad. Sin embargo, en la actualidad, parece que las empresas más afectadas por el parón de la demanda ya están reajustando sus plantillas. Así, mientras en la etapa de fuerte crecimiento era la productividad activa la que crecía, ahora es la pasiva.

Recuperación del ahorro privado

El crecimiento de EEUU en estos últimos años ha estado fuertemente basado en el consumo privado interno, que ascendió en 2000 al 68 por 100 del PIB. En la última década, las economías domésticas fueron reduciendo progresivamente su tasa de ahorro sobre la renta disponible desde el 10 por 100 hasta tasas ligeramente negativas a partir del tercer trimestre del 2000. Es la primera vez que las economías domésticas de EEUU, en su conjunto, presentan una tasa de ahorro negativa, al menos en un período amplio de 40 años.

Algunos economistas señalan que esta escasez de ahorro de la economía americana no es preocupante porque no ha supuesto un freno a la inversión. El sector exterior ha compensado la escasez de ahorro interno contribuyendo así a financiar un sólido proceso inversor en una época de grandes cambios tecnológicos. Es cierto que el crecimiento de la economía hubiera sido superior

si esa inversión se hubiera financiado con recursos internos, pero no es menos cierto que siempre es preferible llevar a cabo procesos de inversión rentables que no llevarlos a cabo por falta de recursos. (Gráfico 2)

Por otro lado, mientras los precios de los activos financieros subían, la expansión del consumo privado estaba respaldada por la mayor riqueza financiera de las familias. Tampoco esto debería ser preocupante; resulta plenamente lógico porque la mayor riqueza financiera genera una mayor seguridad en las rentas futuras, con las que atender a la devolución de los préstamos contraídos. Así, se ha estimado, que un aumento de 1\$ en el precio de los activos de Bolsa produce una expansión en el consumo en EEUU de 3,5 centavos cada año. Este estímulo se prolonga durante cierto tiempo hasta amortiguarse casi por completo al cabo de unos tres años.

El problema que plantea el endeudamiento de las economías domésticas es precisamente, que la riqueza financiera no está realizada, sino que es mantenida en forma de activos financieros sometidos a vaivenes. La fuerte caída de los mercados financieros podría eventualmente frenar el consumo y poner así fin a 107 meses de crecimiento continuado.

Intimamente ligado a la insuficiencia de ahorro está el fuerte déficit exterior de EEUU. Hasta hace no muchos años era habitual hablar de los déficit público y déficit exterior como «déficit gemelos». Desde 1998, sin embargo, el déficit público ha quedado eliminado. Hoy en día, sin embargo, podríamos hablar de un «déficit paralelo» al de la balanza de pagos, el del sector privado. Si a principios de los 90, hogares y empresas eran ahorradores netos en una cuantía del 5 por 100 del PIB, en el 2000 fueron prestatarios netos en un 6 por 100 del PIB.

Sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas

La política fiscal ha supuesto una de las mayores contribuciones al crecimiento de EEUU en estos últimos años al liberar recursos hacia sectores de alto potencial de crecimiento. El gasto público se ha reducido del 22 por 100 al 18 por 100 entre 1992 y 2000. Este descenso

de cuatro puntos se explica fundamentalmente por una menor importancia relativa del gasto militar (caída de dos puntos) y por la contención en el pago de intereses (un punto del PIB).

En 1998 se obtuvo un superávit presupuestario, por primera vez desde la crisis del petróleo. En el 2000 el superávit alcanzó el 2,4 por 100 del PIB. Según las estimaciones del Consejo de Asesores Económicos del Presidente, con esta evolución, la deuda pública se habría eliminado hacia el año 2015.

A tenor de esta situación, el Tesoro americano formuló a principios de 2000 diversos planes de recompra de la deuda, que supusieron una caída en los tipos a largo de la curva de tipos de la deuda pública. Los bonos privados, sin embargo, mantuvieron sus tipos de interés. La progresiva reducción de la liquidez de los Bonos del Tesoro hará que los inversores busquen nuevos valores de referencia (*benchmarks*) en otros mercados. La curva swap, que refleja el tipo fijo que recibe un agente en cada uno de los plazos a cambio de pagos a tipo variable ha ido asumiendo progresivamente este papel. Las agencias financieras Fannie Mae y Freddie Mac, encargadas de la movilización de préstamos hipotecarios, y que gozan de respaldo público también parecen estar asumiendo un mayor protagonismo como títulos de referencia.

A pesar de los logros presupuestarios aquí comentados, existen algunos aspectos que requieren un mayor análisis, tales como la presión de la inflación sobre el gasto público, el recorte de impuestos propuesto por el presidente Bush para finales de año y la evolución demográfica a largo plazo en EEUU.

En efecto, una buena parte de los gastos de la Seguridad Social están ligados a la evolución de la inflación. Se constata que en estos últimos años el IPC aumenta más rápidamente que el deflactor del PIB. Esto genera un desfase entre el ritmo de crecimiento de los gastos, que sigue de cerca la evolución del IPC, y el de los ingresos, más ligado a la evolución del PIB.

La bajada de impuestos propuesta por el nuevo presidente no supone ningún grave problema de viabilidad en las finanzas públicas, que se encuentran muy saneadas. Puede ser incluso



EN PORTADA

especialmente beneficiosa para estimular la economía. La propuesta, sin embargo, supone una modificación sustancial del modelo fiscal de estos últimos años. Salvo que la economía americana mantuviera altas tasas de crecimiento, la reducción de impuestos no sería compatible con los planes de reducción de deuda, al menos en los volúmenes fijados inicialmente.

Pero, sin duda, el factor más preocupante a largo plazo es la evolución demográfica prevista en los EEUU. Al igual que el resto de economías avanzadas, la población de EEUU envejece progresivamente. El porcentaje de población mayor de 65 años aumentará del 12,5 por 100 actual al 21 por 100 en el 2040, de proseguir las actuales tendencias. Esto supondrá un esfuerzo en el gasto público de los sistemas de Seguridad Social y asistencia médica (*Medicare*) que aumentarían del 6,1 por 100 actual al 11,2 por 100 del PIB.

Las estimaciones recientemente publicadas en el informe anual de la *Social Security Board of Trustees*, señalan que los fondos de reserva de la Seguridad Social (6) tendrían aportaciones negativas a partir del año 2016 hasta su total agotamiento hacia el año 2038. Estas proyecciones corresponden a la hipótesis demográfica intermedia de las tres manejadas en el informe. De ahí, que al igual que ocurre en Europa, cualquier recorte fiscal, como el propuesto por el presidente Bush, deba considerar los efectos a largo plazo que una mayor deuda pública puede tener en la viabilidad futura del sistema de pensiones. Recordemos, a este efecto, que al igual que ocurre con la mayoría de los fondos de reserva, los Trust Funds de la Seguridad Social en EEUU sólo pueden invertir en títulos públicos o con garantía pública.

Impacto de los mercados de valores sobre la economía

Para terminar, conviene recalcar como último reto, la importancia de los mercados de valores en

la evolución económica de EE.UU en el corto y medio plazo. La economía americana es hoy mucho más sensible a los mercados de valores que a principios de los 90. El 40 por 100 del patrimonio de las economías domésticas, por ejemplo, se encuentra invertido en títulos en mercados organizados.

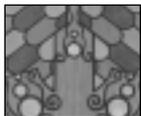
No cabe duda de que la subida espectacular en el precio de los valores tecnológicos hasta marzo del 2000 se debía a algo más que a unas buenas expectativas de beneficios futuros. La exuberancia irracional que criticara Alan Greenspan sin embargo, parece haberse contenido de forma paulatina a lo largo del 2000 y primeros meses del 2001.

Los recientes vaivenes bursátiles no deben hacernos olvidar que la economía norteamericana se encuentra en una situación financiera saneada. La desintermediación financiera facilita la financiación propia frente a los recursos ajenos y así contribuye a un rápido ajuste de las empresas, que ya parece haberse iniciado. Todo ello sin generar problemas en el sector bancario, y sin provocar la tan temida contracción del crédito típica de períodos de cambio de tendencia. A diferencia de lo que ocurría en el Japón de los años 80, la situación financiera estadounidense es mucho más saneada, por mucho que los mercados de valores puedan mostrar altos grados de volatilidad.

Conclusiones

Los resultados económicos de los próximos meses nos mostrarán hasta qué punto EEUU está en condiciones de afrontar los cuatro retos aquí señalados. Podremos entonces aclarar si hubo alguna vez una Nueva Economía o si no se trató más que de un ciclo económico más, comparable a otros anteriores.

A pesar de la incertidumbre sobre las hipótesis de cambio de paradigma económico muchos economistas piensan que la Nueva Economía ya ha realizado una aportación permanente al futuro, en forma de nuevas tecnologías, que no se hubieran nunca desarrollado sin el impulso de estos últimos años.



EN PORTADA

(6) Son el *Old Age and Survivors Trust Fund* y el *Disability Insurance Trust Fund*, denominados conjuntamente como fondos de reserva del OASDI.