

«*Dos experiencias económicas: Japón y Estados Unidos desde 1990*»

74

Tras el fuerte crecimiento económico de Japón desde la finalización de la Segunda Guerra Mundial y la desaceleración de la economía norteamericana a raíz de la crisis del petróleo, la década de 1990 ha representado una inversión de las expectativas económicas predominantes a finales de los ochenta para EE.UU y Japón. En este trabajo pretendemos señalar algunos factores que subyacen a los patrones de crecimiento económico tan diferenciados de estos dos países desde 1990. A grandes rasgos, por una parte, la prolongada expansión económica estadounidense y la ulterior fase recesiva suave vienen explicadas por el intenso aumento de la productividad, debido sobre todo a la producción y difusión de las tecnologías de la información y la comunicación. Por otro lado, en Japón, los efectos macroeconómicos del estallido de las burbujas bursátil e inmobiliaria de principios de los noventa se combinaron con las fragilidades inherentes al modelo económico japonés, de características fuertemente idiosincrásicas, para dar lugar a una situación de estancamiento económico y deflación.

Japoniako ekonomiak hazkunde handia izan zuen Bigarren Mundu Gerra amaitu zenetik eta AEBetako, berriz, moteldu egin zen petrolioaren krisiaren ondorioz. Hala ere, laurogeietako amaieran AEB eta Japoniarako zeuden igurikapen ekonomiko nagusiak alderantzikatu dira 1990eko hamarkadan. Azterlan honen helburua bi herrialde horietan, 1990. urtetik aurrera, garatu diren hazkunde eredu hain ezberdinen azpian dauden zenbait ezaugarri adieraztea da. Gaingiroki azalduta, alde batetik, AEBek izan duten ekonomi hedaldi luzea eta ondorengo atzeraldi leuna ekoizkortasunak izan duen gorakada biziaren ondorioak dira, informaziorako eta komunikaziorako teknologien ekoizpenari eta hedapenari esker. Beste aldetik, Japonian, laurogeita hamarretako hasierako burtsa eta higiezinaren burbui-lak lehertzearen ondorio makroekonomikoak eta Japoniako ekonomi ereduaren berezko ahultasunak, oso ezaugarri idiosinkrasiakoak baitira, batu egin ziren eta ekonomi geldialdia eta deflazioa sortu.

After Japan's strong economic growth as from the end of World War II and the deceleration of American economy on account of the oil crisis, the nineteen-nineties have witnessed a reversal of prevailing economic expectations around the end of nineteen-eighties for the USA Japan. In this work we intend to point out certain underlying factors to the tremendously differentiated economic growth standards in these two countries as from 1990. In general terms, on one hand, the prolonged American economic expansion and its ulterior soft recession phase are explained by an intensive increase in productivity, above all due to the production and dissemination of information and communication technologies. On the other hand, in Japan, macroeconomic effects of the bursting of the real-estate and stock exchange bubbles in the nineteen-nineties combined with the inherent fragility of the Japanese economic model, with its strongly idiosyncratic characteristics, bringing about a situation of economic stagnation and deflation.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Japón desde 1990
 3. Estados Unidos desde 1990
 4. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: Crecimiento económico, especulación, burbuja bursátil, burbuja inmobiliaria, análisis comparativo, Japón, EEUU.

Clasificación JEL: E52, E58, P51

1. INTRODUCCIÓN

Desde su reconstrucción al finalizar la Segunda Guerra Mundial, y hasta el comienzo de los años noventa, Japón mantuvo un fuerte ritmo de crecimiento económico. En los años setenta y ochenta, además, las empresas exportadoras japonesas consiguieron posiciones de liderazgo en el mercado mundial y, progresivamente, desarrollaron una política sostenida de inversiones directas, no sólo en economías emergentes sino también en Europa y EE.UU. El incuestionable éxito económico convirtió los rasgos, fuertemente idiosincrásicos, del sector empresarial japonés, la política microeconómica impulsada por el gobierno y el marco institucional de la actividad económica en Japón, en paradigmas de excelencia.

Por su parte, EE.UU., claro vencedor de la segunda conflagración mundial (que ocasionó un número relativamente modesto de bajas estadounidenses y no afectó su aparato productivo) y principal financiador de la reconstrucción postbélica de los países beligerantes no comunistas, experimentó una desaceleración económica a partir de los *shocks* del petróleo de los setenta, que se prolongó hasta entrados los años noventa y cuya impronta fue sobre todo patente en las estadísticas de bajo crecimiento de la productividad¹.

El estallido de las «burbujas» bursátil e inmobiliaria al comienzo de la década de 1990, sin embargo, introdujo una clara discontinuidad en la evolución económica de Japón. A la caída de los precios de

* Ingeniero Industrial y Economista.

** Economista.

¹ Aproximadamente de 1970 a 1995, la tendencia subyacente de crecimiento de la productividad fue lenta, un 0,7% anual.

los activos en los mercados de renta variable e inmobiliario le siguió un largo periodo de bajo crecimiento medio de la actividad, que todavía continúa, y un proceso de continua moderación de los precios de bienes y servicios que condujo, en la segunda parte de la década de 1990, a una situación deflacionista. Al mismo tiempo, poco después de la conclusión de la Primera Guerra del Golfo Pérsico (1991), EE.UU. inició una etapa de expansión económica sin precedentes, que se alargó hasta mediados de 2000, caracterizada por una marcada aceleración de la productividad que ha ido de la mano de la producción y la inversión en las denominadas «tecnologías de la información y la comunicación» (*software*, *hardware*, Internet y telecomunicaciones; en adelante TIC). Del segundo semestre de 2000 a esta parte, la economía norteamericana ha sufrido una significativa desaceleración —que, no obstante, en contados trimestres ha podido recibir el calificativo técnico de «recesión»— acompañada por el desplome de los precios de los activos financieros (en especial los tecnológicos) y salpicada por no pocos escándalos corporativos (Enron, World Com, etc.). Con todo, previsiblemente la «resaca» de los excesos será mucho más suave en EE.UU. que en el caso japonés, ya que el sistema financiero estadounidense goza de buena salud mientras que el nipón se encuentra en una situación de extrema fragilidad.

Hoy en día el grueso de la profesión económica elogia la flexibilidad y el dinamismo de la economía norteamericana, que contrastan con el estancamiento, la rigidez y el «dirigismo» estatal de la economía japonesa. Incluso después de un periodo de tres años de desaceleración económica, la situación de EE.UU. pare-

ce mucho más sólida que la de Japón, país que lleva ya más de una década sumido en el marasmo económico. De hecho, habida cuenta de la manifiesta debilidad de las grandes economías del área euro y de la incertidumbre que tiñe cualquier ejercicio de prospectiva a medio plazo sobre Japón, únicamente EE.UU. parece encontrarse en condiciones de impulsar la recuperación de la economía internacional que los analistas y organismos multilaterales prevén para 2004.

En este trabajo² pretendemos señalar algunos factores que subyacen a los patrones de crecimiento económico tan diferenciados de Japón y EE.UU. desde 1990. A grandes rasgos, por un lado, el fuerte aumento de la productividad —debido en gran parte a la producción y la intensa difusión de las TIC— es la piedra angular sobre la que reposan tanto la extraordinaria expansión económica estadounidense como su ulterior «recesión» suave. Por otro lado, en Japón, las perturbaciones financieras derivadas del declive bursátil e inmobiliario de los primeros noventa, combinadas con las características idiosincrásicas del modelo económico japonés, coadyuvan a explicar la decepcionante evolución económica del país nipón. La década de los noventa representa, por tanto, en cierto modo, la crisis del «modelo de desarrollo económico japonés» y la entronización del «modelo americano» como paradigma de excelencia universal.

² Este artículo hace uso de trabajos anteriores de los autores para «Entorno Empresarial», informe que con periodicidad mensual elaboran Analistas Financieros Internacionales y Solchaga Recio & asociados. Asimismo, deseamos agradecer a Gabriel Fernández de Bobadilla sus valiosos comentarios. Por supuesto, los errores que subsistan son de nuestra entera responsabilidad.

2. JAPÓN DESDE 1990

La evolución económica de Japón a lo largo de los últimos dos lustros es en verdad sorprendente si se toman en consideración sus extraordinarios registros en la década de 1980, en la que el producto se expandió a una tasa media del 4% anual y los precios de las acciones y los inmuebles se multiplicaron varias veces. En el último decenio, el crecimiento del PIB real japonés ha promediado el 1% anual (incluyendo tres fases recesivas), muy por debajo de la media de los países desarrollados de la OCDE. El comportamiento del PIB nominal, debido al efecto de la deflación, ha sido todavía peor y, por ejemplo, en 2001 los niveles de actividad nominal apenas alcanzaron los de 1995. La burbuja bursátil reventó en 1990 y el derrumbe de las acciones alcanzó una cota del 60% a mediados de 1992, a lo que se añadió una intensa corrección del precio de las viviendas. Este proceso ocasionó importantes problemas, por la vía de la morosidad crediticia y la disminución del valor de los colaterales, a un sector bancario cuyo sistema de regulación y supervisión era bastante débil. Entretanto, el exceso de capacidad y las *ratios* de endeudamiento (deuda contraída por las empresas para financiar inversiones en la etapa de auge) se dispararon.

En definitiva, el impacto de factores estructurales e institucionales característicos del modelo económico japonés, la fuerte caída de los precios de los activos en los mercados de valores e inmobiliario, la fragilidad del sistema bancario y las dificultades en la instrumentación de la política monetaria causadas por la deflación (y también por la política de restricción crediticia adoptada por los ban-

cos) han propiciado que los años noventa se consideren «la década perdida» de Japón (Callen y D. Ostry, 2003).

2.1. El modelo económico japonés

Las peculiaridades del modelo económico japonés desde la posguerra están ancladas en un universo de valores con fuerte arraigo en la sociedad de Japón: cooperación, respeto a la jerarquía, paternalismo, nacionalismo, consenso en la toma de decisiones, valoración de la edad como principio de autoridad, educación como factor diferencial, etc. Este patrón ético se aleja sustancialmente de los valores de competencia e individualismo que están en la base del capitalismo occidental. El economista Michio Morishima (1982) atribuye esta especificidad del capitalismo japonés (de forma análoga al papel que Max Weber asigna al puritanismo como marco ético del capitalismo occidental) al perfil singular que adoptó en Japón la herencia religiosa china: confucianismo, taoísmo (transformado en el sintoísmo) y budismo. Morishima otorga especial importancia a la variante japonesa del confucianismo que —a diferencia del confucianismo chino— coloca la lealtad (servicio incondicional al señor) como principio normativo prioritario. Por consiguiente, el capitalismo japonés (incluido el configurado en la posguerra) sería tributario del sistema de valores que caracteriza el confucianismo tal como se consolidó en Japón.

Independientemente de la explicación de sus presuntos determinantes culturales, el funcionamiento del sistema económico japonés presenta suficientes rasgos diferenciales como para que pueda ser

considerado un «modelo». Las pautas de gestión y «gobierno de las empresas» de sus compañías, así como el diseño y ejecución de la política económica (esencialmente las políticas microeconómicas), además de ser peculiares, están imbricadas en un entramado institucional y un código de comportamiento de los agentes económicos y sociales que da consistencia a las singularidades puntuales, configurando un sistema económico específico.

Tradicionalmente, el gobierno japonés ha puesto en práctica una amplia batería de medidas de intervención en las decisiones de asignación de recursos de las empresas. Con un papel central otorgado al MITI, el gobierno llevó a cabo sistemáticamente una política microeconómica caracterizada por la selectividad sectorial, la benevolencia con los procesos de «cartelización», la inducción de estrategias de cooperación entre empresas, el proteccionismo (tanto frente a las importaciones como a la inversión exterior), la hiperregulación (en muchos casos utilizada como instrumento proteccionista), el estímulo a las estrategias exportadoras y todo tipo de iniciativas de «persuasión moral» orientadas a alinear el comportamiento de las empresas con los objetivos de desarrollo económico que el gobierno fijaba para el país.

Por otra parte, el universo empresarial nipón, aunque heterogéneo, ha mostrado también pautas de conducta específicamente japonesas. Probablemente una de las características más señaladas de la estructura empresarial es la importancia de grandes grupos industriales (los *keiretsus*), muy diversificados, en los que suele jugar un papel central un banco o una empresa de *trading*, con un entrama-

do de participaciones cruzadas entre las empresas del grupo y un elevado peso de las transacciones entre las mismas. Este tipo de estructura refuerza pautas de «gobierno de las empresas» caracterizadas por la escasa transparencia y la irrelevancia de los accionistas externos al grupo.

Otro rasgo empresarial singular, repetidamente mencionado, ha sido la política de empleo de por vida en las empresas (en realidad aplicada sólo en las grandes empresas y a los empleados varones, lo que representa un colectivo no superior al 30% del empleo³). Esta política está normalmente integrada en una estrategia de gestión de recursos humanos que privilegia el generalismo y la rotación (frente a la especialización), la toma de decisiones por consenso, el establecimiento de horizontes de gestión a largo plazo, la primacía de la edad en los ascensos jerárquicos, la difuminación de la diferencia de estatus entre trabajadores cualificados y no cualificados, la identificación del trabajador con los objetivos de la empresa y la integración empresarial de los sindicatos.

Tanto las conductas empresariales como la política microeconómica cobran todo su significado como componentes de una compleja red corporativa de relaciones que engloba la administración, las empresas, los partidos políticos (esencialmente el Partido Liberal Democrático) y una amplia gama de instituciones de la sociedad civil (patronal, universidades, etc.). En este entramado, la elite burocrática es fundamental para el mantenimiento de la correcta integración de dicha red

³ Westney (2001).

de relaciones, la circulación de la información en la misma y la promoción de consensos en torno a las prioridades gubernamentales en materia económica.

2.2. Valoración del modelo

En los años ochenta el modelo económico japonés suscitaba casi unánimemente un sentimiento de admiración. Las políticas microeconómicas del gobierno japonés se convirtieron en paradigmas de la política industrial, hasta el extremo de que Corea y otros países del sudeste asiático desarrollaron réplicas del modelo consolidado en Japón. Como mucho, se admitía la inaplicabilidad del modelo a los países occidentales por su carácter idiosincrásico.

En la década de los noventa, no obstante, la valoración retrospectiva del modelo económico japonés se hizo más matizada. Porter y otros (2000) muestran la escasa correlación existente (de hecho una correlación negativa) entre las prioridades sectoriales del MITI y el desarrollo diferencial efectivo de los sectores productivos en Japón. La política de promoción de sectores como la construcción aeronáutica, el sector químico, algunos servicios financieros o el *software* fue un fracaso. Por el contrario, los autores mencionados analizan un amplio número de sectores donde se han consolidado empresas con un liderazgo mundial y donde la intervención de la administración ha sido escasa (en algún caso incluso, como el sector del automóvil, se han desarrollado estrategias de competencia claramente opuestas a las recomendaciones del gobierno). Con todo, también encuentran evidencias del

éxito de determinadas iniciativas de política industrial, como la promoción de demanda para nuevos productos (por ejemplo, fax y robótica) o el establecimiento de reglamentaciones rigurosas en algunas actividades que han incentivado la innovación tecnológica (por ejemplo, eficiencia energética y aire acondicionado).

De hecho, Porter y otros (2000) caracterizan Japón como una economía «dual», donde existe, de un lado, un grupo de empresas que han adquirido un liderazgo mundial (apoyándose en la ventaja competitiva de su eficiencia operativa), han desarrollado una agresiva estrategia exportadora y han consolidado «clusters» de pequeñas y medianas empresas en su propio entorno; y, de otro lado, un tejido de empresas ineficientes protegidas de la competencia exterior (comercio interior, logística, telecomunicaciones, banca, transporte aéreo y otros servicios) que excluyen o limitan la competencia internacional.

El entorno de las empresas competitivas internacionalmente se ha caracterizado por la intensa rivalidad y la escasa intervención estatal (el sector del automóvil es uno de los casos más claros). Estas empresas han conjugado de manera eficaz las exigencias de un elevado grado de competencia con el aprovechamiento de las potencialidades que el alto nivel educativo de los trabajadores japoneses y la peculiar gestión de los recursos humanos en la empresa ofrecen, a fin de lograr un liderazgo internacional en eficiencia operativa (excelencia en el binomio coste-calidad). Algunas de sus innovaciones, como el «*just in time*» y la «calidad total», han tenido una difusión universal.

Sin embargo, el sobrecoste ligado a la ineficiencia de una parte significativa del tejido empresarial japonés ha tenido un doble efecto negativo. Primero, el incremento significativo del coste de la vida para el consumidor; y, segundo, el mantenimiento de rentabilidades medias de las empresas relativamente bajas, a lo que ha contribuido la política de empleo de por vida y la prioridad otorgada (en el marco de la cultura empresarial japonesa) al crecimiento y la ganancia de cuota de mercado por encima de la rentabilidad. La aceptación por parte de los inversores japoneses de bajas rentabilidades empresariales se explica, en gran medida, por la alta propensión al ahorro en el país así como por las singulares pautas del «gobierno de las empresas» japonés —elevada proporción en el accionariado de participaciones cruzadas entre empresas del mismo grupo y de participaciones de bancos y compañías de seguros (todas ellas muy estables), y cuasi-nulo control de la gestión por parte de los accionistas externos⁴—.

En suma, el modelo empresarial dual permitió alcanzar una de las principales metas de la política económica en Japón: el pleno empleo como factor de estabilidad⁵. Este objetivo se logró parcialmente con la política de empleo de por vida (por parte de las empresas que la aplican) y se ha complementado con la protección de un tejido empresarial de baja productividad pero fuerte capacidad de absorción de mano de obra. En contrapartida,

la población japonesa ha asumido un alto coste de la vida y una baja retribución de su ahorro.

2.3. Perspectivas económicas en Japón

En el último decenio, el PIB per capita de Japón se ha reducido un 10% con relación a Europa y en un porcentaje superior con relación a EE.UU. (FMI, 2002). Asimismo, a menos que se aborden las necesarias reformas, nada garantiza que la década actual no sea una prolongación de la anterior en sus resultados económicos. Por de pronto, el crecimiento de la actividad en 2002 (0,3%) y las previsiones del FMI para 2003 y 2004 (0,8% y 1% de expansión del producto real, respectivamente) son significativamente más bajos que los correspondientes a Europa y EE.UU.

A corto plazo, Japón debe enfrentar dos complejos problemas económicos —la deflación y la crisis bancaria— que, en cierto sentido, son síntomas de perturbaciones económicas más profundas.

Desde mediados de los años noventa, y en particular desde 1999, los precios al consumo han mantenido una caída continua en Japón. La mayoría de analistas prevé que este proceso deflacionista será persistente. Aunque es cierto que el consumo privado ha mantenido un ritmo más elevado que la inversión en el periodo, la caída de los precios no ha provocado una recuperación significativa en la demanda de bienes de consumo. La contención del gasto en consumo de las familias puede estar explicada por la percepción del proceso deflacionista como un indicador de recesión económica (contención de ingresos reales y dificultad de encontrar em-

⁴ Gibson (1998).

⁵ Bien es cierto que, después de más de una década de estancamiento económico, en la actualidad no existe pleno empleo en Japón, puesto que la tasa de paro en 2002 fue el 5,4% de la población activa, tasa que supone uno de los máximos históricos.

pleo) que va asociada además a un proceso de caída del precio de los activos (renta variable e inmobiliario), provocando así un efecto riqueza negativo y un aumento del ahorro por motivos de precaución. Asimismo, las expectativas de continuidad del proceso deflacionista provocan un retraso en las decisiones de consumo (pues mañana los bienes y servicios serán más baratos) que contribuye a realimentar el proceso. Por otra parte, en un contexto deflacionista, la lentitud en el ajuste de los costes salariales puede ocasionar una contracción en los márgenes empresariales, impidiendo la recuperación de los bajos niveles de rentabilidad media de las empresas.

En el ámbito de la política monetaria, la persistente deflación provoca profundas perturbaciones. En 1991, Larry Summers, a la sazón Secretario del Tesoro de EE.UU., predijo que el manejo monetario con la restricción de tipos de interés del 0% se situaría en el centro del debate económico en la nueva era de bajas tasas de inflación. Pues bien, en Japón los tipos de interés nominales ya han alcanzado el suelo del 0% y, por consiguiente, el control de los tipos de interés reales a corto plazo ha dejado de estar en las manos de la autoridad monetaria y depende exclusivamente de la intensidad del proceso de disminución de los precios. Por otro lado, la existencia de una retribución real positiva del dinero incentiva el atesoramiento, amortiguando de esta manera el impacto en la demanda agregada y los precios de las inyecciones de liquidez por parte del Banco Central.

La crisis bancaria es el segundo de los grandes problemas que la política económica debe afrontar en Japón. La proporción de los préstamos de «baja calidad»

(*non performing loans*) en la cartera de los bancos se ha incrementado espectacularmente en los últimos años, como reflejo del deterioro de la capacidad de pago de los prestatarios (inducido por las recesiones y la caída del precio de los activos de los años noventa). El desplome del precio de los activos en los mercados de renta variable e inmobiliario ha desvalorizado además los colaterales. Por último, el elevado peso de las participaciones accionariales en el total de activos de los bancos ha aumentado la fragilidad de las entidades financieras tras la caída del mercado de valores.

A los factores exógenos al sistema financiero han de añadirse los de carácter endógeno, puesto que la banca forma parte de los sectores escasamente eficientes que antes se han mencionado. La actividad de intermediación financiera en Japón ha sido tradicionalmente de productividad baja⁶ y su asignación de riesgos excesivamente condicionada por factores ajenos a una correcta evaluación de los mismos (por ejemplo, los bancos han aplicado criterios muy laxos a la hora de conceder cobertura financiera a las empresas de su mismo *keiretsu*).

Adviértase que la restauración de un correcto funcionamiento de la política monetaria y la superación de la crisis bancaria están estrechamente relacionadas. En efecto, los balances bancarios fuertemente deteriorados exigen un alto rigor en la política de control de riesgos, que a su

⁶ Desde mediados de la década de 1990, sin embargo, los bancos han logrado reducir sustancialmente los costes administrativos y de personal, hasta el punto de consolidar una estructura de costes inferior a la de las entidades financieras de EE.UU. y el Reino Unido (Callen y Mühleisen, 2003).

vez conduce inevitablemente a una intensa contracción del crédito, con efectos totalmente contradictorios a los pretendidos por una política monetaria expansiva —que se presume todavía necesaria— dirigida a frenar la caída de los precios.

Las medidas adoptadas por las autoridades japonesas con el fin de restablecer la solvencia bancaria son todavía fragmentarias y teñidas de indecisión. El saneamiento de los balances bancarios con apoyo del sector público, si la inyección de capital privado es insuficiente, presenta dificultades políticas. La alternativa de compra de activos bancarios (como los préstamos de baja calidad) a precios superiores a los de mercado supondría un apoyo retrospectivo a pautas de gestión dudosas a través de los recursos públicos; pero la presencia directa del Estado en el capital tampoco parece una solución satisfactoria.

En lo que se refiere a las prescripciones de política monetaria, la mayoría de los expertos se inclina por mantener una política expansiva como vía para superar el proceso deflacionista, porque consideran que la transmisión de los impulsos monetarios a través de los cauces bancarios no está completamente cortocircuitada. Un grupo de economistas de la Reserva Federal estadounidense (véase Ahearne y otros, 2002), que ha analizado la política macroeconómica en Japón en los años noventa, señala que la política monetaria en la primera mitad de la década fue excesivamente restrictiva cuando se examina *a posteriori*, aunque adecuada en función de las previsiones dominantes en el momento de la decisión. Ahearne y otros aducen que el banco central de Japón no valoró adecuadamente la asimetría de riesgos (tanto la

probabilidad de deflación como el coste más alto para la economía japonesa de un proceso de decrecimiento de los precios en comparación con un proceso inflacionista). Esta opinión, sin embargo, adolece de cierto anacronismo; habida cuenta de que las autoridades monetarias —como cualquier autoridad— sólo pueden adoptar decisiones con la información disponible en el momento, su corrección debe ser juzgada en función de la misma (ni siquiera los responsables de los bancos centrales tienen poderes de adivinación).

En esta línea de razonamiento, sí es probable, por el contrario, que la autoridad monetaria japonesa equivocara el rumbo de su política monetaria en la segunda mitad de los ochenta (cuando adoptó un perfil básicamente acomodante), etapa en la que los precios de los activos financieros y de los inmuebles se situaron claramente muy por encima de los niveles que emanaban de los fundamentos económicos (Rojo, 2002). Posiblemente, una política monetaria más restrictiva hubiera atemperado la euforia financiera (la misma que alentó la formación de las burbujas bursátil e inmobiliaria), hubiera abortado el proceso de incubación de graves desequilibrios macroeconómicos y, a la postre, hubiera suavizado la severidad de la recesión de los noventa.

En cualquier caso, en la situación actual, es muy probable que la orientación adecuada para la política monetaria sea de corte expansivo. Los episodios deflacionistas de Suecia y EE.UU. en la década de 1930, conocida como la «Gran Depresión», demuestran que para revertir un proceso de caída del nivel de precios es necesario ampliar la base monetaria de la economía bastante más de lo que lo ha

hecho Japón hasta la fecha (Baig, 2003). Sin embargo, ya se han señalado las dificultades inherentes a la instrumentación de una política monetaria expansiva en un contexto como el japonés, caracterizado por la delicada situación de las entidades financieras, el proceso deflacionista y unos tipos de interés de intervención nulos. En particular, la imposibilidad de bajar más los tipos de intervención implica que la incidencia sobre la cantidad de dinero en la economía debe articularse inyectando liquidez a las entidades financieras (por medio de compra de activos bancarios) y/o adquiriendo activos a largo plazo —en aras de reducir los tipos de interés a largo plazo de la economía—.

En el área de la política fiscal, Ahearne y otros (2002) también sostienen que la política presupuestaria de la primera mitad de la década de 1990 fue demasiado restrictiva (igualmente analizando los datos *a posteriori*) y que los instrumentos utilizados no fueron los idóneos (el impacto de una reducción impositiva o de un aumento del gasto social habría tenido un efecto sobre la demanda más sostenido que el aumento del gasto en obras públicas).

No obstante, las opiniones sobre la alternativa idónea en la actual situación son más encontradas. Cualquier opción viene condicionada por dos aspectos. En primer lugar, debe tenerse en cuenta que la solución de la crisis bancaria puede suponer un *shock* de gasto público significativo, al que habría que añadir nuevos gastos (como prestaciones por desempleo) si se altera el modelo de empleo vigente hasta ahora. Puede también tener un impacto en las cuentas públicas la manifiesta insuficiencia de las empresas japonesas para cubrir sus compromisos

de pensiones complementarias (con un elevado porcentaje de prestaciones definidas). En segundo término, el nivel de endeudamiento público japonés está alcanzando niveles inquietantes (en 2003 se prevé un valor del 80% para el cociente Deuda Pública Neta/PIB, que se eleva al 120% si se elimina del cómputo la Seguridad Social). Una vez que los tipos de interés vuelvan a niveles menos anómalos que los actuales, la carga presupuestaria asociada al pago de intereses de la deuda puede ser un freno para una reactivación sostenida.

En otro orden de cosas, conviene no olvidar que las actuaciones de política económica no deben circunscribirse a los ámbitos monetario y fiscal, pues las necesidades de reforma estructural de la economía japonesa son probablemente más perentorias —aunque con mayores dificultades de definición y aplicación—. En este sentido, gran parte de los expertos occidentales tiende a preconizar un proceso de convergencia del marco institucional, las políticas microeconómicas y las pautas de «gobierno de las empresas» a los patrones anglosajones.

Parece razonable recomendar para Japón medidas conducentes al establecimiento de políticas de defensa de la competencia más estrictas; la reducción de los excesos intervencionistas y reglamentistas; un mayor grado de apertura a la competencia internacional de los sectores tradicionalmente protegidos; la supresión de las barreras a la participación accionarial del capital extranjero en empresas japonesas; la introducción de pautas de «gobierno de las empresas» alineadas con la promoción de una mayor transparencia, una mayor presencia de los accionistas externos y una mayor ponderación

de la rentabilidad como objetivo empresarial; o el debilitamiento de las conductas empresariales asociadas a la cultura de los *keiretsus* (como las participaciones cruzadas y la prioridad en las transacciones intragrupo).

No obstante, algunas pautas de gestión específicas de la empresa japonesa, mencionadas anteriormente, están en el origen de la excelencia de sus compañías más competitivas. Seguramente, el peculiar sistema de integración de los recursos humanos en las empresas japonesas es un factor específico de competitividad, mientras que algunos rasgos de cultura corporativa —como el establecimiento de horizontes de gestión a largo plazo— facilitan el diseño y mantenimiento de estrategias de creación de valor. Por otro lado, ni que decir tiene que algunas de las reformas reiteradamente propuestas por los expertos en los últimos años habrán provocado, sin duda, alguna sonrisa en Japón después de los escándalos corporativos de EE.UU. (Enron, World Com,...). Así por ejemplo, de forma insistente se ha instado a las empresas japonesas a la introducción generalizada de las «opciones sobre acciones» como incentivo para alinear los intereses de los gestores con los de los accionistas.

Por consiguiente, el problema fundamental para el diseño de un programa de reformas estructurales eficaz en Japón es conciliar el abandono de políticas, instituciones y conductas que se han convertido en un lastre para el desarrollo del país con el mantenimiento de otras, igualmente tradicionales, que siguen representando un factor decisivo de competitividad para las compañías japonesas. La dificultad estriba en que todos los rasgos específicos del modelo económico japonés

están integrados en un patrón de instituciones y conductas de una gran consistencia interna; de manera que la sustitución parcial de algunos de ellos puede tener el mismo efecto distorsionador sobre el sistema económico de Japón que la incorporación de trombones en la música tradicional de este país.

Asimismo, la economía japonesa se enfrenta a una mengua de su crecimiento potencial asociada no sólo a los factores de carácter institucional que se han mencionado, sino también a una evolución demográfica (envejecimiento) que está reduciendo la oferta de mano de obra y a la escasa incorporación de las TIC (debida al elevado coste de uso y a la baja velocidad de transmisión de datos).

En suma, el objetivo central de la economía japonesa ha de ser lograr un perfil de rendimiento real de sus activos alineado con el de EE.UU. y Europa en un contexto de crecimiento medio más bajo. Es posible que esto exija la convergencia del modelo económico japonés hacia el llamado modelo anglosajón. Quienes anticipan esta evolución se apoyan en la difusión de los valores típicamente occidentales entre la juventud japonesa, la presencia creciente de gestores con «visiones» empresariales análogas a las occidentales entre los primeros ejecutivos de compañías del país, y el progresivo aumento de la participación accionarial extranjera en las empresas niponas.

La evolución más probable, sin embargo, es el alumbramiento de un modelo económico japonés «corregido» que seguirá siendo diferente del patrón americano y europeo. La razón es que el necesario restablecimiento de niveles de rentabilidad empresarial satisfactorios en

Japón va a exigir la aceptación de drásticos ajustes patrimoniales de empresas y familias y la corrección a la baja de las expectativas de ingresos reales de los asalariados japoneses, de modo que es impensable que los sacrificios exigidos sean aceptables si además se pretende el abandono radical de pautas tradicionales de cohesión social (como por ejemplo la política de pleno empleo).

3. EE.UU. DESDE 1990

En relación con Japón, la evolución económica de EE.UU. a lo largo de los años noventa representa la otra cara de la moneda. En el periodo comprendido entre 1992 y mediados de 2000 la economía estadounidense vivió una excepcional etapa de expansión de la actividad, control de la inflación, consolidación fiscal (a finales de los noventa el saldo presupuestario presentó ingentes superávits) y reducción de los tipos de interés a largo plazo. En el periodo 1994-2000 el crecimiento medio anual de la actividad fue del 3,8%, la inflación del 2,5% y el déficit público del 1,2% del PIB.

De modo análogo a lo acontecido en Japón en los ochenta, en EE.UU. en paralelo al auge real de la economía en los noventa, tuvo lugar una intensa expansión financiera que desembocó en la formación de una burbuja bursátil (entre 1990 y mediados de 2000 los precios de las acciones del índice S&P 500 se multiplicaron por cuatro, y los valores tecnológicos por diez). En el segundo trimestre de 2000 la burbuja estalló y los precios de los activos de renta variable iniciaron un proceso de fuerte caída que todavía hoy no se sabe si ha concluido. A diferencia de lo ocurrido

en Japón, sin embargo, la crisis financiera no afectó el mercado inmobiliario, amortiguando así el impacto sobre el gasto del efecto riqueza producido por la caída de los precios de las acciones.

Existen múltiples factores explicativos de este periodo de bonanza en la economía de EE.UU., algunos de ellos asociados al favorable entorno internacional, tanto político (el denominado «dividendo por la paz» derivado de la caída del «Muro de Berlín» en 1989) como económico (expansión comercial internacional y moderado nivel de los precios del petróleo)⁷; y otros vinculados a una correcta aplicación de la política monetaria y de la política fiscal. Sin embargo, el factor decisivo ha sido sin duda el perfil de crecimiento de la productividad, que experimentó en la segunda mitad de la década una intensa aceleración.

3.1. El «modelo americano»

El núcleo básico de la confianza en la fortaleza de la economía americana ha sido, y continúa siendo, el cambio de patrón de crecimiento de la productividad en los años noventa. La productividad del trabajo en los sectores no agrarios de EE.UU. pasó de un crecimiento medio del 1,5% en el periodo 1973-95 a un 2,5% en el periodo 1996-2000 (FMI, 2002).

El diagnóstico de los expertos sobre el origen, significado y sostenibilidad de la aceleración en la evolución de la productividad que se inició en la mitad de los noventa dista de ser unánime y las controversias están relacionadas esencialmente

⁷ Arenillas y Vegara (2002).

con el papel atribuido a las TIC como factor explicativo.

Antes de los años noventa el tono era escéptico. El bajo crecimiento de la productividad durante las décadas de 1970 y 1980 en EE.UU. llevó al premio Nobel Robert Solow a afirmar en 1987 que uno podía ver la era de los ordenadores en todas partes menos en las estadísticas de productividad, ilustrando así lo que se conoció como la «paradoja de la productividad». Al final de la década de 1990, en plena euforia de los valores tecnológicos en los mercados de renta variable, el escepticismo de Solow no sólo se convirtió en entusiasmo generalizado, sino que los excepcionales datos sobre la evolución agregada de la productividad se interpretaron como el signo de la apertura de un nuevo paradigma económico, la «nueva economía», caracterizado por un alto crecimiento potencial exento de oscilaciones cíclicas y con un recorrido al alza del precio de las acciones potencialmente ilimitado. Para los más optimistas, la introducción masiva de las nuevas tecnologías de la información estaba abriendo el paso a una «Tercera Revolución Industrial» con un efecto duradero sobre el perfil de crecimiento de la productividad como el que provocó la Segunda Revolución.

Robert J. Gordon (2000) ha ironizado sobre la pretensión de comparar la actual ola de innovación tecnológica con la que caracterizó la Segunda Revolución Industrial, que él considera «tuvo lugar simultáneamente en Europa y EE.UU. y puede considerarse extendida alrededor del periodo 1860 a 1900; es la revolución de la electricidad, el motor de combustión interna, etc. y condujo a una "edad de oro" en el crecimiento de la productividad desde 1913 a 1972». Gordon señala que

«la navegación por Internet puede ser divertida e incluso enriquecedora en el acceso a la información, pero representa un pequeño incremento en los estándares de vida con relación a los que se lograron por la extensión del día en la noche que permitió la luz eléctrica, la revolución en la eficiencia fabril por el motor eléctrico, la flexibilidad y libertad lograda con el automóvil, el ahorro de tiempo y el acortamiento de las distancias debidos al avión, los nuevos materiales logrados gracias a la industria química, la primera sensación de la comunicación directa que facilitó el teléfono, la llegada en directo de noticias y entretenimiento a los hogares a través de la radio y, después, la televisión, así como los enormes avances en la esperanza de vida, salud y comodidad logrados merced a las redes urbanas de agua y alcantarillado».

Gordon, asimismo, señala las limitaciones que encubren los datos agregados de crecimiento de la productividad en la segunda mitad de los años noventa. En primer lugar, esta aceleración de la evolución de la productividad, que se produce en una etapa de fuerte expansión de la actividad, incluye un componente cíclico. En segundo lugar, su análisis muestra que el salto de la tendencia de crecimiento de la productividad se circunscribe básicamente a un conjunto de sectores —producción de ordenadores y semiconductores, así como algunos sectores de producción manufacturera de bienes duraderos— que no sobrepasa el 12% de la economía, mientras que «en el restante 88%, los efectos de la "nueva economía" en el crecimiento de la productividad son, sorprendentemente, inexistentes y el aumento en la intensidad de capital notablemente improductivo».

La opinión mayoritaria de los expertos, no obstante, se separa del escepticismo de Gordon. Oliner y Sichel (2000), por ejemplo, consideran que el aumento en el crecimiento de la productividad entre la segunda mitad de la década de los noventa y la primera mitad de la misma se explica en sus dos terceras partes por el impacto de las tecnologías de la información. Aunque Oliner y Sichel se centran en los crecimientos «reales» de la productividad observados y Gordon en el salto «tendencial» registrado, la opinión de aquellos (aun descontado el efecto de los factores cíclicos) apoya claramente la posición más general que otorga a la difusión de las TIC un papel explicativo decisivo del perfil de la productividad en EE.UU. en los noventa.

La determinación de la importancia de los factores cíclicos a la hora de explicar la aceleración de la productividad en la segunda parte de los noventa es crucial para anticipar el grado de sostenibilidad de este patrón en el futuro. El mantenimiento de un fuerte ritmo de crecimiento de la productividad en la actual fase «recesiva» parece confirmar que la importancia de los factores cíclicos no es elevada y que, por tanto, podemos estar asistiendo a un genuino cambio estructural. En este sentido, es ilustrativo que el FMI, al incorporar los datos de 2001 (con la economía americana en franca desaceleración), revisara ligeramente al alza sus estimaciones de crecimiento potencial del PIB para el periodo 1990-2001 (estimado en un 3,25%-3,5%).

En todo caso, no es extraño que al estimar la duración futura de los efectos de la difusión de las TIC en el crecimiento, las posiciones de los expertos sean coherentes con su mayor o menor grado de escepticismo a la hora de interpretar los

datos históricos. Gordon considera que el impacto relevante se ha producido ya, al tiempo que Oliner y Sichel que los efectos de las TIC seguirán notándose en los próximos años.

En suma, el perfil de evolución de la productividad en los años noventa es, sin duda, el factor diferencial más significativo de la economía americana con relación a los demás países industrializados. Este perfil es, además, el resultado no sólo del efecto mencionado de la difusión de las nuevas tecnologías de la información, sino también de rasgos específicos de las instituciones económicas norteamericanas (flexibilidad de los mercados, eficiencia del sistema financiero, efectos tecnológicos del alto gasto en I+D de carácter militar, etc.) y del manejo de la política monetaria y de la política fiscal durante el periodo.

3.2. Las políticas monetaria y fiscal

A tenor de los excepcionales resultados económicos de EE.UU. en la década de 1990 y de la relativa benignidad de la fase baja del ciclo actual, cabe valorar como positiva la actuación de la Reserva Federal (responsable de la política monetaria). No sólo la tasa de crecimiento de la actividad se acercó al 4% de media anual y en todo momento la inflación se mantuvo en cotas moderadas (2,5% en promedio) en la segunda parte de los noventa, sino que también en la actual fase «recesiva» la respuesta de la economía está siendo satisfactoria (con la excepción del empleo). Por consiguiente, sobre el papel, el gobernador Alan Greenspan, por medio de una política de «ajuste fino», habría cumplido a rajatabla el man-

dato «dual» de la Reserva Federal (alentar la actividad económica y el empleo, controlando al mismo tiempo el crecimiento de los precios).

Sin embargo, algunos expertos han criticado el patrón excesivamente acomodante de la política monetaria en el periodo comprendido entre 1995 y 1999 —año este último en el que el banco central inició una escalada progresiva de los tipos de interés— (véase Rojo, 2002). Si bien es verdad que es extremadamente complejo reconocer la formación de una burbuja bursátil y que una eventual intervención por parte de la autoridad monetaria dirigida a contener la euforia conlleva no pocos riesgos, la evidencia empírica parece señalar que al menos desde 1998 los precios de los activos de renta variable estaban claramente alejados del nivel razonable con arreglo a los valores fundamentales de la economía (véase por ejemplo Arenillas y Vegara, 2002). Es probable que un tensionamiento de la política monetaria antes de 1999 hubiera moderado los excesos financieros y los desequilibrios macroeconómicos asociados y, por ende, hubiera amortiguado la severidad de los ajustes en la fase baja del ciclo. Asimismo, algunos analistas consideran que la Reserva Federal ha tenido una reacción demasiado enérgica tras la desaceleración económica iniciada en 2000 (en la actualidad los tipos son del 1,25%, tasa que representa un mínimo histórico).

En lo que se refiere a la política fiscal, en los dos últimos años, de forma un tanto inopinada, su perfil ha cambiado radicalmente. A lo largo de los años noventa, el intenso ritmo de avance del PIB nominal y las consignas de prudencia fiscal emitidas desde la Secretaría del Tesoro permitieron un paulatino proceso de consolidación presupuestaria que desembor-

có en un superávit público sostenido en el periodo 1998-2001 (alcanzando el 2,4% del PIB en 2000). Sin embargo, el juego de los estabilizadores automáticos como consecuencia del deterioro de la actividad económica, junto con las actuaciones discrecionales de política fiscal (bajada de impuestos en 2001, aumento del gasto público en seguridad nacional a raíz del 11-S, las guerras de Afganistán e Irak, etc.), provocó el regreso al déficit público en 2002 (1,5% del PIB).

Por otra parte, el pasado febrero, el presidente de EE.UU. remitió al Congreso el borrador de su propuesta de Presupuesto para el año próximo. La propuesta, que todavía ha de ser aprobada en las dos cámaras legislativas, incluye el controvertido «Plan fiscal de empleo y crecimiento». Esta reforma fiscal comprende un conjunto de rebajas impositivas dirigidas, en principio, a impulsar la actividad y el empleo, aun a costa de elevar los futuros déficit públicos. Básicamente, el paquete fiscal acelera algunas reducciones fiscales aprobadas en 2001 que gradualmente deben entrar en vigor a lo largo de la presente década al tiempo que otorga carácter permanente a otras que expiran en 2010; mejora y simplifica el tratamiento fiscal del ahorro; elimina la doble imposición a los dividendos y las ganancias de capital; y otorga ayudas a los Estados y a determinados colectivos sociales. En caso de aplicarse en su versión original, el conjunto de estas medidas podría ocasionar una pérdida de recaudación pública superior al billón de dólares a lo largo de diez años, con el consiguiente desequilibrio de las cuentas públicas (es probable que ya en 2004 el déficit rebase ampliamente el 3% del PIB).

No obstante, en el momento en que se escriben estas líneas, parece ser que las

enmiendas al plan introducidas en el Congreso reducirán el coste de la reforma en la próxima década a unos 350.000 millones de dólares. A pesar de que numerosos economistas pregonan la necesidad de mayores estímulos fiscales en aras de retomar una senda de fuerte crecimiento, incluso el gobernador de la Reserva Federal, que dio su beneplácito al anterior recorte de impuestos de 2001, ha alertado recientemente sin apenas matices sobre los eventuales efectos económicos perniciosos a largo plazo de un regreso a los déficit públicos sostenidos.

En fin, aunque en general la efectividad contracíclica de cualquier política fiscal discrecional ha de ponerse en tela de juicio, lo cierto es que esta reforma tributaria parece responder a un deseo de profundizar unas rebajas de impuestos fundamentadas en convicciones ideológicas que poco tienen que ver con la política económica anticíclica. En un momento como el actual en el que la recuperación de la economía americana está teñida de incertidumbre, las perspectivas de aumento de los déficit públicos futuros agravarían el problema de la financiación del ingente déficit de balanza de pagos por cuenta corriente y, en último término, podrían desencadenar una revisión de las expectativas, fundamentada en las fragilidades latentes en la economía, abortando el proceso de reactivación previsto.

3.3. **Perspectivas de la economía de EE.UU.**

La recuperación económica en EE.UU., dadas las previsiones a corto plazo en Europa y Japón, es prácticamente el único factor de impulso de la economía in-

ternacional para que ésta retorne a una senda de crecimiento sostenido en 2004.

El rápido final de la guerra en Irak debería representar un *shock* positivo en esa dirección, al permitir descontar un perfil de precios del petróleo moderados a medio plazo y asegurar un coste de capital más bajo como consecuencia de la reducción de la prima de riesgo geopolítica asociada a la incertidumbre prebélica. Aunque el mercado de acciones parece haber registrado en parte este efecto, los indicadores de recuperación de la actividad, pesimistas en Europa y Japón, tampoco muestran indicios claros de reactivación en EE.UU.

La «recesión» de los últimos tres años en EE.UU. puede considerarse suave, ya que el ajuste de la inversión en capital fijo (requerido por el exceso de capacidad generado en la fase de expansión) ha sido amortiguado por la favorable evolución del consumo privado, que ha mantenido un ritmo sostenido en un contexto poco propicio caracterizado por un elevado endeudamiento de las economías domésticas, fuertes ajustes de empleo y caída del precio de los activos en el mercado de valores. La resistencia a la baja del consumo privado en EE.UU. se ha asentado, de una parte, en la parcial compensación del impacto negativo del efecto riqueza asociado a la caída del precio de las acciones por la favorable evolución del precio de la vivienda, pero, sobre todo, en el mantenimiento del significativo crecimiento de los salarios reales que ha permitido el fuerte crecimiento de la productividad incluso en la fase «recesiva».

A este factor estructural explicativo de la evolución del consumo privado en EE.UU. los analistas añaden otros. En pri-

mer lugar, los excepcionalmente bajos tipos de interés. En segundo término, la capacidad suplementaria de endeudamiento que el aumento del precio de la vivienda ha permitido a los prestatarios hipotecarios. En tercer lugar, las expectativas de que el ajuste del precio de las acciones podría estar prácticamente completado. Y, por último, las medidas fiscales previstas.

El firme pulso del consumo privado es fundamental para proteger la economía americana de una agudización de su «recesión» hasta que tenga lugar una recuperación sostenida del proceso inversor. Aunque se han mencionado una pluralidad de condicionantes de la fortaleza del consumo privado, el principal factor estructural es, probablemente y como se ha señalado, la continuidad del perfil de crecimiento de la productividad, que permite un alto crecimiento de los salarios reales en un contexto como el actual de significativos ajustes del empleo.

El mantenimiento de un diferencial en el crecimiento de la productividad con relación a los principales países industrializados ha permitido, asimismo, a la economía de EE.UU. hacer frente sin problemas a sus necesidades de financiación, incluso en el contexto de agravamiento de algunas de sus fragilidades estructurales, como la baja tasa de ahorro de las economías domésticas (que además son fuertemente inversoras en vivienda) y el déficit de la balanza por cuenta corriente. El diferencial en los ritmos de aumento de la productividad ha posibilitado, por medio de su efecto en las expectativas de rentabilidad empresariales, preservar un flujo sostenido de inversión extranjera, una gran capacidad de endeudamiento y —hasta recientemente— la fortaleza del dólar. El creciente déficit por cuenta corriente (ha

pasado del 2,3% del PIB en 1998 a una cifra del 4,8% del PIB en 2002, y a un valor previsto del 5,2% para 2003) es seguramente la principal causa de la actual debilidad del dólar con respecto al euro, después de un largo periodo de fortaleza.

La mejoría en la estructura de los balances empresariales, los avances en la absorción del exceso de capacidad productiva, el debilitamiento de la desconfianza asociada a los escándalos corporativos, la corrección de la burbuja bursátil, la depreciación del dólar con relación al euro y la mejoría en el entorno internacional después de la guerra de Irak (aunque subsisten profundas incertidumbres, tanto con relación a la estabilidad futura de la región como a la posible intensificación del terrorismo) deberían propiciar un pronto restablecimiento del pulso inversor en EE.UU.

Las perspectivas a medio plazo son, no obstante, más inciertas. Como se ha señalado, el excepcional perfil de crecimiento de la productividad en EE.UU. en la segunda mitad de los noventa es la clave para entender el mayor crecimiento de EE.UU. con relación a los principales países industrializados. Al fin y al cabo, otros rasgos institucionales específicos de EE.UU. que se han mencionado anteriormente existían ya en periodos anteriores de mayor debilidad relativa de la economía americana. Igualmente, la evolución de la productividad en la década de 1990 ha sido un importante factor coadyuvante del éxito de la política monetaria durante el periodo.

Por consiguiente, las controversias en torno al origen, significado y sostenibilidad de la aceleración de la evolución de la productividad en EE.UU. en la segunda mitad de los noventa tienen un alcance

que excede el debate puramente académico. Una revisión a la baja de las expectativas de evolución tendencial de la productividad en EE.UU. (bien sea porque el impacto de las TIC ha agotado sus efectos, o porque los datos agregados de la segunda mitad de los noventa reflejaban un fuerte componente cíclico) modificaría también sensiblemente las expectativas de rendimiento de la inversión y haría aflorar las fragilidades estructurales de la economía americana. Estas fragilidades han estado en gran medida encubiertas durante la fase expansiva, se han agravado en el periodo «recesivo» y se están viendo reforzadas por la anticipación del previsible desequilibrio a medio plazo de las finanzas públicas que las medidas fiscales del gobierno Bush, los gastos ligados a la guerra y ocupación de Irak, y las necesidades de recursos de la nueva política exterior de EE.UU. van a provocar.

Por otra parte, nada impide aventurar la conjetura de que la «edad de oro» de la productividad que ha vivido EE.UU. en la segunda mitad de los noventa puede ser experimentada con retraso por otros países industrializados, en la medida en que avancen decididamente en el proceso de reformas estructurales, propiciando una inversión del signo en el diferencial del crecimiento de la productividad y con ella una sensible alteración en la asignación internacional de recursos financieros y la fortaleza económica relativa de los principales países industrializados.

4. CONCLUSIONES

Como se señala en las páginas anteriores, en la década de los años noventa se ha registrado un aumento del creci-

miento potencial en EE.UU. y una disminución del mismo en Japón, invirtiéndose las expectativas a medio plazo predominantes en los años ochenta. El «modelo americano» ha sustituido como paradigma de excelencia el «modelo japonés»; no es de extrañar, pues, que la flexibilidad de los mercados, la limitación de las políticas de cohesión social y las pautas anglosajonas de «gobierno corporativo» se hayan convertido en imperativos de carácter universal.

La evolución económica en Japón ha mostrado que su patrón de desarrollo era no sólo fuertemente idiosincrásico y, por tanto, difícilmente trasplantable, sino que además incorporaba factores de fragilidad interna que finalmente han provocado una significativa reducción de su potencial de crecimiento a largo plazo. Sin embargo, no es previsible una convergencia del modelo económico japonés hacia el modelo anglosajón. La evolución más probable será el alumbramiento de un modelo económico japonés «corregido» que seguirá siendo diferente de los patrones americano y europeo.

Por su parte, el éxito económico de EE.UU. en la década de 1990 ha estado ligado esencialmente al fuerte crecimiento de la productividad, asociado en gran medida a la incorporación de las TIC y a sus efectos directos e indirectos en la eficiencia del sistema productivo. Existen, no obstante, factores institucionales específicos de la economía en EE.UU. que explican el impacto singularmente positivo de una ola tecnológica que ha tenido una difusión generalizada en todos los países industrializados. La flexibilidad de sus mercados, la calidad de su sistema financiero y la transparencia y credibilidad del funcionamiento de su banco cen-

tral son algunos ejemplos; también, seguramente, el alto gasto en I+D inducido por el elevado presupuesto militar.

Con todo, el mantenimiento del diferencial de productividad entre EE.UU. y otros países industrializados no será eterno. Tanto Europa como Japón pueden experimentar, con retraso respecto a EE.UU., un efecto de las innovaciones en las TIC sobre sus economías análogo al registrado por la economía americana, siempre y cuando avancen significativamente en las

reformas estructurales pendientes. Si ese diferencial de productividad tendiese a invertir su sentido, también se invertiría la dirección de los flujos de inversión, se agudizaría la debilidad del dólar y aumentaría la dificultad de la economía norteamericana para financiar los déficit público y de la balanza por cuenta corriente. Las fragilidades de la economía americana, subsanables en el actual contexto, podrían amenazar entonces gravemente la continuidad del perfil de crecimiento a largo plazo que se ha mantenido durante la última década.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AHERANE, A.; GAGNON, J.; HALTMAIER, J. and KAMIN, S. (2002): «Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990's», *International Finance Discussion Papers*, number 729, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).
- ARENILLAS y VEGARA (2002): «La Crisis Bursátil», *Economía Exterior*, número 23.
- BAIG, T. (2003): «Monetary Policy in a Deflationary Environment», en *Japan's Lost Decade: Policies for Economic Revival*, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional.
- CALLEN, T. and MÜHLEISEN, M. (2003): «Current Issues Facing the Financial Sector», en *Japan's Lost Decade: Policies for Economic Revival*, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional.
- CALLEN, T. and D. OSTRY, J. (2003): *Japan's Lost Decade: Policies for Economic Revival*, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2002): *World Economic Outlook*, September.
- GIBSON, M. (1998): «“Big Bang”. Deregulation and Japanese Corporate Governance: a Survey of the Issues», *International Financial Discussion Papers*, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).
- GORDON, R.J. (2000): «Does the New Economy Measure Up to the Great Inventions of the Past?», *Journal of Economic Perspectives*.
- MORISHIMA, M. (1982): *Why has Japan Succeeded: Western Technology and the Japanese Ethos*, Cambridge University Press.
- OLINER, S. and SICHEL, D. (2000): «The Resurgence of Growth in the Late 1990's: Is Information Technology the Story?», *Journal of Economic Perspectives*.
- PORTER, M.; TAKEUCHI, H. and SAKAKIBARA, M. (2000): *Can Japan Compete?*, Perseus.
- ROJO, L.A. (2002): «Las Fluctuaciones Financieras y la Política Monetaria», *Anales de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas*, número 79.
- WESTNEY, E. (2001): «Japanese Enterprise Faces the Twenty-First Century», *The Twenty-First Century Firm*, Ed. Paul Dimaggio, Princeton University Press.