

# ***Apuntes para comprender la crisis del milenio (2000-2003)***

*De la burbuja de Tokio (1990) a la de Nueva York (2000)*

**Oscar Ugarteche**

***El cambio del paradigma tecnológico de los años 70 no resultó en una nueva tendencia de crecimiento en las economías líderes: lo hacen a tasas progresivamente menores, tendiendo a cero hacia 2000. La suma de las crisis de cada una de las bolsas y de las economías es un solo acontecimiento sincronizado y sistémico cuyo epicentro está entre 2000 y 2003. La causa real de esta «crisis del milenio», se encuentra en la velocidad de las innovaciones introducidas por los cambios tecnológicos. Ello impidió la recuperación de la inversión, aunque llevó a un aumento de los volúmenes de producción manufacturera y de servicios.***

*Siglos de siglos y solo en el presente ocurren los hechos...*  
**J.L. Borges**, El jardín de los senderos que se bifurcan

## ***Algunas tendencias de largo plazo***

**L**os cambios tecnológicos introducidos desde mediados de la década de los 70 a partir del nuevo paradigma de la información tendrían que haber resultado en una recuperación del crecimiento del PIB de las economías líder (Freeman 1974; Pérez 1983; Ugarteche 1997), y las innovaciones debían

---

**Oscar Ugarteche:** magíster en Finanzas Internacionales; profesor de Finanzas Internacionales y de Políticas Públicas de la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP); consultor independiente en asuntos de deuda externa y globalización para diversos organismos internacionales.

**Palabras clave:** crisis, mercados de valores, burbujas financieras, crecimiento económico.

**Nota:** El artículo se elaboró con la ayuda generosa de Manuel Elías Mendoza, alumno de la PUCP. A los estudiantes del curso de Finanzas Internacionales de la PUCP 2004-I, les quedo agradecido por las discusiones.

---

recuperar la rentabilidad y el crecimiento dentro del Grupo de los 7. En el cuadro 1 se aprecia que esto no ocurrió. El promedio de crecimiento del G-7 se redujo del 3% en los años 70 al 2,8% en los 80, el 2,1% en los 90, y el 1,1% a inicios del siglo XXI.

Cuadro 1

**G-7: crecimiento del PIB por décadas (en %)**

	Francia	Alemania	Italia	Japón	Canadá	Reino Unido	Estados Unidos	G-7
1971-1980	3,3	2,7	3,6	4,5	4,3	2,0	3,3	3,0
1981-1990	2,5	2,2	2,3	4,1	2,8	2,7	3,2	2,8
1991-2000	1,9	1,7	1,6	1,4	2,9	2,3	3,3	2,1
2001-2002	1,4	0,4	1,1	-0,6	2,4	1,9	1,3	1,1

Fuente: Banco Mundial. WDI *online*. Elaboración propia.

Lo que salta a la vista es que la crisis de rentabilidad generada por el alza de los precios del petróleo y el agotamiento del paradigma tecnológico basado en el hidrocarburo en la década de los 70 generó una nueva tecnología que no resultó en una recuperación, con tasas de crecimiento similares a las anteriores, sino en índices declinantes. Francia, Alemania, Italia, Japón y Canadá crecieron progresivamente menos en promedio por década. El Reino Unido parecía haber recuperado impulso con las reformas económicas de Margareth Thatcher en los 80, pero luego lo volvería a perder; EEUU lo mantuvo hasta fines de siglo. El promedio del G-7 es declinante salvo por este último país<sup>1</sup>. Es decir, se observa que no hay, en el largo plazo, un cambio de tendencia de la tasa de crecimiento, la cual sigue siendo declinante a pesar de los cambios tecnológicos. Otros han indicado que hay al mismo tiempo una creciente concentración del ingreso mundial (Galbraith 1965). Lo que se propone en este trabajo es que hubo, en cambio, un auge en las bolsas de valores centrado en lo que se llamó la «nueva economía», que resultó en un crecimiento bursátil especulativo que corrió de una zona del mundo a otra hasta que todas «reventaron» (Caballero/Hammour).

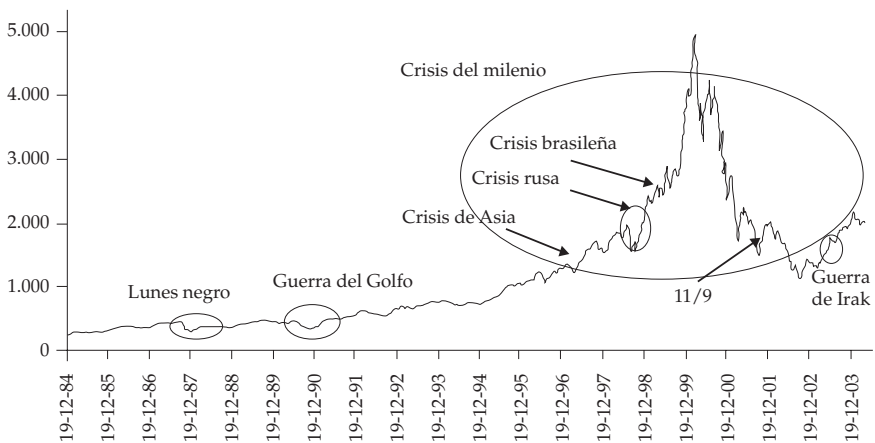
Lo primero que se observa en el gráfico 1 es que existen tres tendencias en el periodo 1970-2000. La primera va desde 1970 hasta fines de 1994; la segunda de 1995 a 1999; y la tercera duró un semestre de 1999 hasta que reventó la burbuja. El área en el círculo del gráfico es la burbuja de las acciones tecnológicas

1. PIB en cambio porcentual, con base en dólares constantes de 1995.

en Nueva York desde 1995 hasta 2003. El auge «maniaco» (Kindleberger) terminó en enero de 2000 y se mantuvo a partir de 1995 a través de las crisis de México, Asia, Rusia y Brasil, sin detenerse en su escalada a pesar de la creciente volatilidad del mercado ni de los problemas reales de la economía global, que desde 1998 comenzó a sufrir desaceleraciones, con la excepción de China. La hipótesis es que las bolsas se volvieron los mercados de refugio para los capitales.

Gráfico 1

**Índice de acciones tecnológicas de Nueva York  
(Nasdaq)**

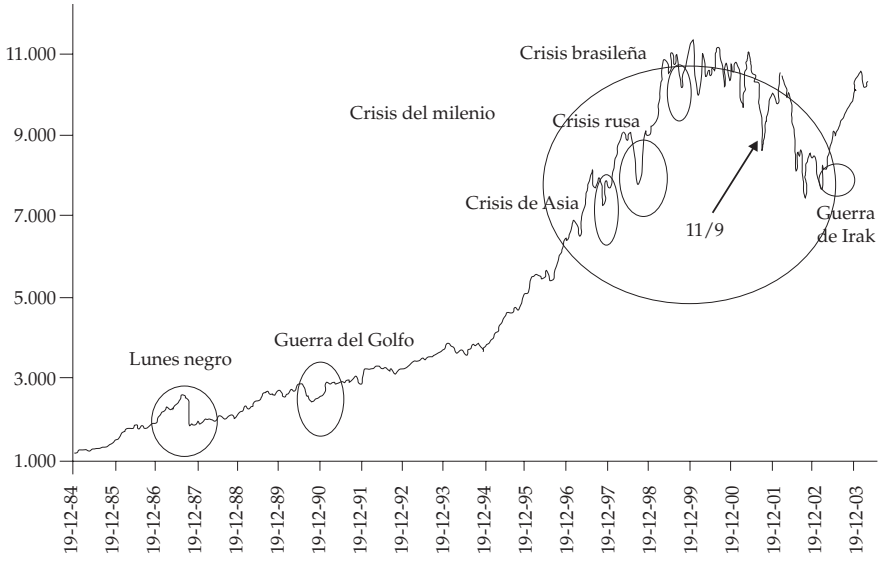


Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

Los volúmenes de acciones transadas en bolsa, registrados en la parte inferior del gráfico, indican que hay una exuberancia y que más títulos cambian de mano a diario, mientras los precios de los valores se van despegando de la realidad. Con el desplome, el número de títulos transados diariamente se ha mantenido alto, es decir, volátil. Los cambios tecnológicos introducidos en las décadas de los 70 y 80, y que resultaron en el auge maniaco de los 90, no trajeron la recuperación de la tasa de crecimiento económico: lo que se observa más bien es una tasa de crecimiento decreciente hasta llegar a cero en 2000. Estados Unidos sigue un patrón distinto por la aplicación de la orientación conocida como *reaganomics*, en la década de los 80, y por el manejo contracíclico de los 90 mientras cerraba las brechas (Stiglitz 2003).

En el cuadro 1 se puede apreciar que si bien para el G-7 en su conjunto no hay cambio en la tendencia del crecimiento a ritmos cada vez menores, la

Gráfico 2  
Índice Dow Jones



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

economía estadounidense se mantuvo tendencialmente estable en los últimos 30 años<sup>2</sup>. Esto se hizo al costo de la aplicación de la *reaganomics*, que inyectó un déficit fiscal muy grande orientado esencialmente al gasto en Defensa (Star Wars Program), que sumió a los países deudores en una depresión económica conocida como «la década perdida» al subir las tasas de interés del -3,24% promedio en los años 70, al 17% en 1981 y el 26% en 1982. El crecimiento impulsado por el gasto público de los 80 terminó a fines de la década cuando las nuevas tecnologías comenzaron a surtir efecto en el aparato productivo y en la productividad general de la economía. Sin embargo, esta fase terminó en 1998 cuando la llamada «crisis asiática» impactó la economía mundial. A partir de ese momento, todas las economías líder y latinoamericanas observaron recesiones, siendo en 2000 cuando el crecimiento llegó a cero y comenzó a rondar la deflación (Krugman 1998) (v. cuadro 2), y se inició la discusión sobre si la economía mundial estaba en una depresión con deflación o no. La velocidad de las innovaciones había ahogado la capacidad de

2. La tasa de crecimiento del G-7 es un promedio aritmético de los correspondientes índices de sus países miembros. Es claro que si observamos la muestra de manera individual los resultados de unos están por encima y los de otros por debajo.

renovación con rentabilidad de las empresas, y al mismo tiempo las bolsas de valores se pincharon ante la pérdida de expectativa de crecimiento continuo de la capitalización (Stiglitz 2003, p. 37).

Cuadro 2

**Tasas de crecimiento del PIB de las cinco economías líderes**

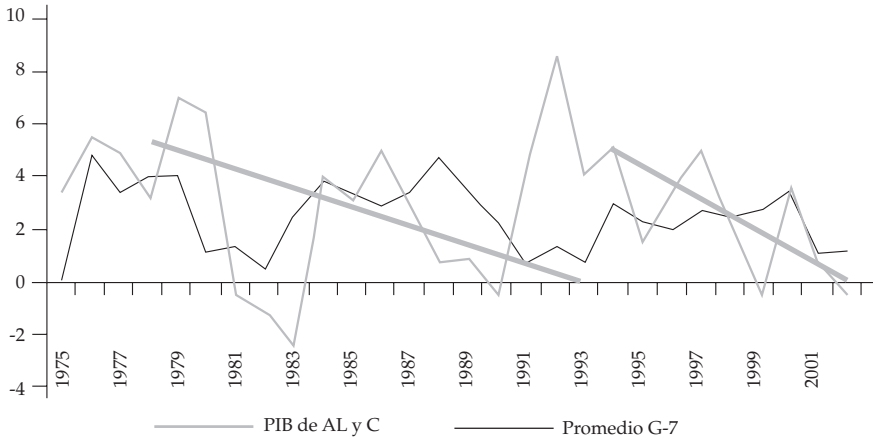
	2001 2	2001 3	2001 4	2002 1	2002 2	2002 3	2002 4	2003 1	2003 2	Total
EEUU	-0,4	-0,7	-0,1	0,6	0,6	0,6	0,1	-0,5	1,4	1,6
Japón	-1,5	-1,1	-0,4	0,2	0,9	0,8	0,6	0,6	1	1,1
Gran Bretaña	0,4	0,3	0,4	0,3	0,5	0,7	0,6	0,1	0,7	0,4
Alemania	0	-0,2	-0,1	0,2	0,2	0,1	0	-0,2	-0,1	-0,1
Francia		0,4	-0,3	0,7	0,7	0,2	-3,2	0,1	-0,3	-1,7

Fuente: OCDE.

Si se compara a América Latina y el Caribe, en la misma época, con el G-7, el resultado no es mejor. Tendencialmente, la región crece en promedio el 3% del PIB o aproximadamente el 0,6% per cápita al año desde 1975, y a partir de 1998 la tendencia va a cero (v. gráfico 3), mientras el G-7 tiene una tendencia declinante liderada por Alemania y Japón, pero acompañada de Italia, Canadá y Francia. Esto permite comprender mejor, por ejemplo, el cierre de los programas de cooperación internacional o la necesidad de mantener dos reglas del juego para el comercio mundial y el manejo macroeconómico: una para los países miembros del G-7, que coordinan entre ellos anualmente cómo van a intentar mantener el equilibrio global, y otra para los miembros del Fondo Monetario Internacional. A todas luces, hasta la fecha los intentos de coordinar políticas para reactivar las economías del G-7 resultan en que una sola economía mantiene (como tendencia) su crecimiento. Este conjunto de elementos es parte del proceso sistémico de reestructuración productiva iniciado a mediados de la década de los 70 y señalado como «globalización», pero que no parece tener resultados tangibles aún. Al otro lado se encuentra el crecimiento alto y sostenido de China.

Visto el crecimiento de América Latina y el Caribe contrastado con el del G-7 (su principal cliente comercial), lo que se observa es que no hay coordinación y que el crecimiento de las economías latinoamericanas y caribeñas tiene dos tendencias: una decreciente de 1975 a 1990, luego un salto con las reformas de inicios de los años 90, y una tendencia posterior más decreciente. El ángulo de la curva es más inclinado. La región creció más que el G-7 durante los 70 y menos desde 1981 y la llamada crisis de la deuda, se recupera nuevamente en el primer quin-

Gráfico 3  
**Crecimiento del G-7 y de América Latina  
 (1975-2002)**



Fuente: Banco Mundial. WDI *online*. Elaboración propia.

quenio de los 90, por encima del G-7, y en 1998 tiende a cero, cayendo más aceleradamente que ese bloque, pero de manera simultánea, desde 2000.

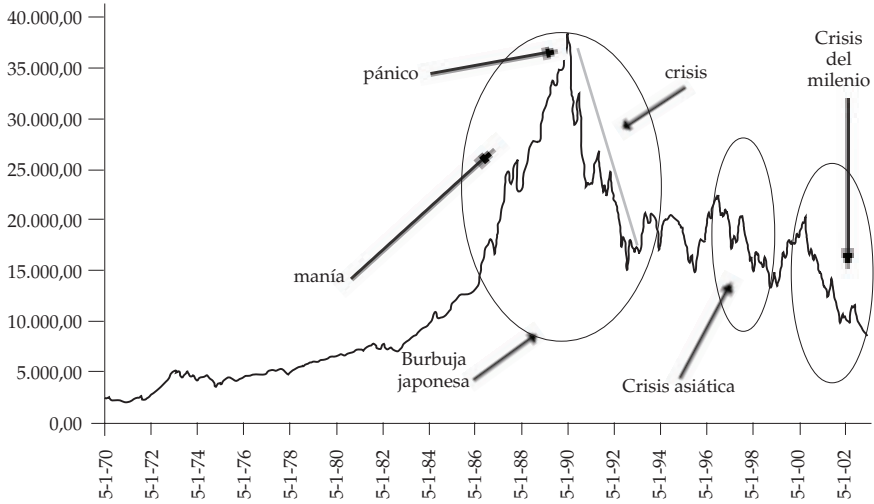
### ***La burbuja japonesa (1986-1994)***

La economía japonesa fue la de más alto crecimiento durante la década de los 80 y se esperaba que liderara la economía mundial en los 90. A partir de la dinámica de su economía y el dinamismo de sus exportaciones tuvo lugar una burbuja especulativa principalmente en la industria electrónica, así como también en la industria tecnológica, que en ese momento crecía aceleradamente poniendo en el mercado los productos innovados por otros fabricantes. Se dijo que el milagro japonés respondía a la cultura budista, la productividad –que se manejaba mejor con el *toyotismo*–, los círculos de calidad y la velocidad con que ponen en el mercado las innovaciones.

### ***La manía***

El milagro japonés derivó en una burbuja especulativa que, como se observa en el índice Nikkei de la Bolsa de Valores de Tokio, avanzó en una clara tendencia a la suba desde 1970, cambiando de ángulo en 1985 cuando entró en euforia maniaca, pasando de los 12.500 puntos, para alcanzar la cima en los

Gráfico 4  
**NKY Index Px Last**



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

38.916 puntos el 29 de diciembre de 1989. Es decir, el valor de capitalización se había más que triplicado en cuatro años, mientras el PBI crecía a un ritmo progresivo que frisaba en el 4%-6% entre 1985 y 1989. El índice debería estar junto al crecimiento del PIB según la teoría de Charles Dow.

Este crecimiento en activos financieros ocasionó lo que se conoce como una «burbuja», acompañada por un incremento del valor de la tierra, el cual se triplicó. Los bancos japoneses ayudaron a que la burbuja financiera creciera al prestar –sin mucho criterio de eficiencia y responsabilidad– a empresas e individuos para que invirtieran en la compra de acciones y terrenos. Los préstamos se realizaban con la garantía del valor de las acciones y de los terrenos comprados a precios altos.

¿Por qué ocurrió esta burbuja? Durante los años 70 y 80 Tokio había sido capaz de idear una estrategia que mezclaba el dirigismo estatal con la libre iniciativa y que se manifestaba en altos niveles de ahorro, una fuerza laboral disciplinada y educada, una industria moderna y competitiva y sólidos mercados de capitales. El resultado fue que los precios de las acciones y de las propiedades alcanzaron niveles extraordinarios (por ejemplo, los jardines del Palacio Imperial en el centro de Tokio valían más que el estado de California).

Como consecuencia de esas medidas, la economía japonesa inició un periodo de fuerte crecimiento, acompañado de alzas en el precio de los activos financieros e inmobiliarios.

El origen común de las burbujas financieras es el endeudamiento excesivo, interno o externo. En el caso de Japón, fue interno. Una vez que se desató la euforia por la burbuja, ésta adquirió «vida propia», se infló, justificando los préstamos excesivos, debido a los bajos tipos de interés comparados con la rentabilidad en bolsa y en bienes raíces. El ritmo de aumento del precio de esos activos generó euforia financiera, la misma que *siempre* precede a las crisis. Esta burbuja justificó todo tipo de préstamos, inversiones y riesgos excesivos por parte del sistema financiero japonés. Ante los anuncios de que la economía estaba recalentada y que era preciso subir las tasas de interés para enfriarla, entró el pánico y la burbuja reventó, llevando al país a una persistente recesión/depresión y a un desplome de la bolsa en los cinco años siguientes. Las tendencias contractivas se mantuvieron, y se observó poca evidencia de una recuperación. La crisis asiática de 1997 golpeó aún más a la economía y la banca japonesa, así como a su bolsa.

Desde 1985 la moneda nipona, el yen, se revaluó frente a las principales divisas del mundo. Ese año el promedio era de 238 yenes por dólar, y en 1988 llegó a un promedio de 128. Esta revaluación se dio porque a los países industrializados les interesaba que Japón disminuyera el enorme superávit comercial que tenía con ellos y con casi todo el mundo: solo con EEUU mantenía un superávit anual de 30.000-40.000 millones de dólares desde 1980. La revaluación del yen abarató las importaciones y encareció las exportaciones para Japón, disminuyendo su superávit comercial. Así, las empresas japonesas encontraron más caro producir en el país, y tomaron dos decisiones: empezar a mover su producción a lugares con costos bajos, e invertir nacionalmente, ya no en producción, sino en la Bolsa de Valores de Tokio, comprando acciones y terrenos. Estas compras fueron alentadas por la reducción de la tasa de interés aplicada hasta 1988 por el banco central japonés (en este lapso, la tasa de interés pasó del 5% al 2,5% anual). De igual manera se aumentó la oferta monetaria para evitar una baja en la actividad económica debido a la revaluación del yen.

### ***Pánico***

A finales de los años 80 llegó lo inevitable. La burbuja financiera reventó cuando el Banco de Japón, preocupado por los excesos especulativos, elevó



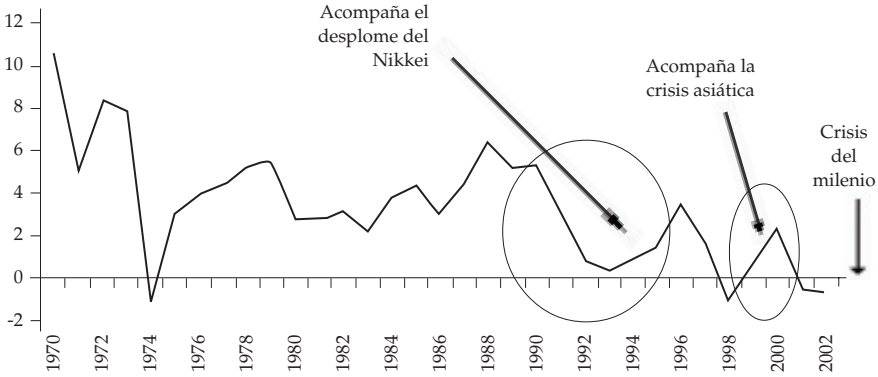
los tipos de interés, y la economía japonesa entró en un proceso de estancamiento y de recesión: del pico de 38.916 puntos al nuevo piso de 15.268 en agosto de 1992. Por otro lado, los bancos se quedaron sin poder cobrar los préstamos otorgados; habían acumulado una enorme cartera pesada de la que no pudieron desprenderse. El sistema bancario alberga deudas incobrables por una cantidad equivalente a un 30% del PBI japonés entre 1990 y 1994, lo que además provoca quiebras, fusiones masivas y ceses laborales en un país caracterizado por tener el ingreso per cápita más alto del mundo, bajísimos niveles de desocupación y empleos de por vida.

De 1991 en adelante se observó la desaceleración de la economía con tendencia a cero (v. gráfico 4) y la consiguiente contracción bursátil junto a un desplazamiento de las inversiones desde el mercado de valores de Tokio hacia nuevas bolsas tecnológicas e inclusive a las propias bolsas mayores, como las de Londres, Nueva York y Francfort, así como a las de las economías emergentes. Es la etapa conocida en América Latina como de «shock externo positivo», por el inmenso flujo de créditos de corto plazo e inversiones en bolsa luego de las desregulaciones financieras de 1990-1992.

Entre 1990 y 1995 la Bolsa de Tokio perdió todas sus ganancias del periodo anterior, experimentando una caída cercana al 66%, y los precios del sector inmobiliario se redujeron a menos de la mitad, con lo que los préstamos inmobiliarios arrastraron a la quiebra a la banca hipotecaria. La recesión económica y sus fenómenos asociados –caída de los precios de las acciones y de los bienes inmuebles– llevaron al sistema financiero japonés a una situación crítica. Fue en ese marco que se inició la crisis asiática que proponemos resultó del auge de créditos japoneses de interés muy bajo entre 1994 y 1997, otorgados para fomentar el comercio dentro del Sudeste asiático y sacar al país de su estancamiento, combinado con las inversiones japonesas en la región para abaratar los costos de las exportaciones. Siendo que Japón no recuperó el crecimiento y que las tendencias de la bolsa y del PIB continuaron a la baja, los cambios tecnológicos y la nueva economía no resolvieron el problema productivo japonés, así como tampoco se solucionaron los problemas de la banca y la bolsa acumulados cuando reventó la burbuja, con el nuevo auge crediticio dentro del Sudeste asiático. El resultado final fue la suma de esta nueva crisis a los problemas financieros japoneses.

Una característica del periodo 1990-1995 es la preocupación de EEUU por el alto déficit comercial que tiene con Japón. En consecuencia, Washington somete a este país a presiones en las negociaciones del G-7 para que abra su

Gráfico 5

**Japón: crecimiento del PIB**

Fuente: Banco Mundial. WDI *online*. Elaboración propia.

mercado interno a los productos y a las empresas y bancos de otros países, a fin de que éstos compren y limpien las carteras, inyectándoles dinero fresco. Una de las medidas del gobierno japonés y de las empresas del país para sortear las presiones estadounidenses fue el desplazamiento de plantas productivas a países del Sudeste asiático. De esa manera las compañías japonesas se beneficiaban de unos costos laborales menores y a la vez conseguían que sus exportaciones hacia EEUU no se contaran como procedentes de Japón, sino de Malasia, Tailandia, etc. Esta fue la semilla de la crisis llamada «asiática», de 1997.

La crisis asiática recayó sobre la Bolsa de Tokio, que estaba comenzando a estabilizarse, y la impactó negativamente, acentuándose el retiro de inversiones a otros mercados de valores ante la expectativa de pérdidas de capitalización aún mayores que las ya sufridas. Aunque se estabilizó en 1998, no pudo impedir el efecto de la crisis del milenio a partir de enero de 2000, cuando acompañó de manera sincronizada a las crisis de las demás bolsas líder dentro de un marco de crecimiento económico. La Bolsa de Tokio fue la más afectada de la década de los 90, y lo fue desde 1990.

### ***De la crisis asiática a la crisis del milenio***

A partir de junio de 1997 se observó en el sistema económico mundial una inestabilidad que no se veía desde 1929. Los precios de las acciones en las

bolsas de valores alrededor del mundo sufrían alteraciones súbitas de gran magnitud en ambas direcciones. Los precios de las materias primas habían caído alrededor del 40%-50%; los tipos de cambio en los países más desarrollados cayeron un 20% en relación con el dólar en 1997 y se revaluaron otro tanto en 1998. El yen japonés declinó un 60% frente al dólar y luego resucitó. La llamada crisis asiática tuvo una nueva expresión en Rusia, México y Brasil, y luego en el mundo entero menos en Europa, que entraría más tarde, en 2000, con EEUU. Las coincidencias y simultaneidad de los eventos hablan de una crisis global de sobreproducción, resultante, por un lado, de las aperturas comerciales y financieras en las economías emergentes que comenzaron a competir con mayores volúmenes de bienes en el mercado mundial, y por otra, de la sobreproducción derivada de los cambios tecnológicos mismos.

Ante la muerte de Bretton Woods en 1971 y las desregulaciones existentes desde entonces, no hay instituciones adecuadas para contener la crisis en un espacio, o evitar su rápido contagio, ni una teoría económica útil para explicarla y, por lo tanto, para resolverla. Mientras tanto se han diseñado más instrumentos para minimizar el riesgo en operaciones cambiarias a futuro (mercado de futuros cambiarios) desde 1972, y derivados vinculados a las tasas de interés desde 1981. Con más instrumentos, y un mercado por lo tanto más denso, nos enfrentamos, pues, a una gran crisis teórica, institucional, y productiva, cuyos síntomas son financieros y se aprecian en este trance generalizado.

Las bolsas de Nueva York, Francfort, París y Madrid fueron las únicas que en los 12 meses desde octubre de 1997 a octubre de 1998 tuvieron algún crecimiento, pues todas las demás sufrieron choques y súbitas bajadas. Es decir, en Asia, América Latina y Europa del Este los mercados de valores se desplomaron; las inversiones salieron de esas regiones y se refugiaron en las bolsas mayores antes mencionadas, y en mucho menor escala, en la de Londres. Este retiro de fondos desmadejó el apretado tejido financiero internacional y llevó a desequilibrios en los tipos de cambio, alzas internas de las tasas de interés en las economías que perdieron capitales, y un aumento de quiebras con los subsecuentes efectos en el crecimiento económico. En Japón indujo una reducción en la tasa de interés al 0% en términos reales para reanimar el aparato productivo que ya estaba severamente golpeado. El argumento esgrimido en 1990 en cuanto a los medios para inducir la liberalización financiera –que los bancos transnacionales que ingresaran a economías emergentes respaldarían a sus filiales en esas economías en caso de presiones financieras– demostró ser un supuesto equivocado, y ocurrió un proceso masivo de quiebras bancarias en 1998-2000. Esto es claro para América Latina y para Asia.

Cuadro 3

**Variación de los índices bursátiles pos «crisis asiática»  
(24/10/97-23/10/98)**

Plaza	Variación
	Perdedores
Caracas	-66,39
Bogotá	-48,0
Buenos Aires	-44,5
Santiago	-42,9
Malasia	-39,4
San Pablo	-38,9
Indonesia	-36,1
Tailandia	-34,9
Lima	-34,8
Corea	-33,6
México	-21,06
Tokio	-17,5
Hong Kong	-11,9
Taiwán	-8,6
	Ganadores
Londres	4,5
Nueva York	7,7
Francfort	12,7
París	18,8
Madrid	26,3

Fuente: Bloomberg en *Diario Gestión*, Lima, 27/10/98, p. 33.

### ***La burbuja de Nueva York (1995-2000)***

Luego del reacomodo a lo que comenzó como un aparente problema financiero de economías menores, conocido como la crisis asiática desatada por especulación contra el Baat de Tailandia, vino una crisis mundial importante expresada en los cambios de la tendencia del crecimiento de los PIB del G-7 y de América Latina en general, y dentro de los grupos de países inclusive en las economías líder, como la estadounidense que venía sosteniendo la mayor tasa de crecimiento dentro del G-7. Lo que ocurrió fue una «exhuberancia irracional», en términos de Alan Greenspan, entre las bolsas de valores y las tasas de crecimiento de los PIB de esas economías. Así, la burbuja financiera fue bautizada recordando la South Sea Bubble del siglo XVIII y otras más recientes. Anticipando el problema, Greenspan, presidente de la Reserva Federal estadounidense, dijo en 1996: «*But how do we know when irrational exuberance has unduly escalated asset values, which then become subject to*

*unexpected and prolonged contractions as they have in Japan over the past decade? And how do we factor that assessment into monetary policy?»<sup>3</sup>.*

La peculiaridad de esta burbuja está en un componente: las acciones tecnológicas y la expectativa de crecimiento económico basado en la «nueva economía». En principio, no puede haber un crecimiento en los índices bursátiles mucho mayor que el crecimiento esperado del PIB. Mucho menos puede haber un crecimiento de esos índices cuando las economías están entrando en declives de crecimiento, ya que no hay base real para la rentabilidad esperada que se expresa en el precio de las acciones en los mercados de valores. La realidad es que las bolsas de las economías líder primero tuvieron una conducta *maniaca* –usando siempre el término de Charles Kindleberger– separada de la tendencia del PIB, pero desde 2000 acompañaron la tendencia a crecimiento cero de los PIB, cayendo en *pánico* cuando las cuatro mayores bolsas del mundo expresaron tendencias declinantes de largo plazo a futuro.

Luego del temido fin de la burbuja financiera, anticipado por el propio Greenspan, quien advirtió que no había que seguir inflando los precios o podría precipitarse una catástrofe, vino el pinchazo de enero de 2000, cuando las bolsas líder, las que en 1998 se beneficiaron de la crisis asiática por ser el refugio de los inversionistas globales en busca de seguridad, observaron desplomes en sus índices de precios. Hubo advertencias sobre el particular que fueron ignoradas<sup>4</sup>. El 10 de septiembre de 2001 Steve Leisman advertía que la crisis podía ser «sincronizada», sin embargo, como se aprecia, ya lo era:

Ésta podría ser como la recesión que su padre conoció. Ya transcurrió toda una generación desde que las economías se hundieran al mismo tiempo y muchos creían que la combinación de avances tecnológicos, la sofisticación de los pronósticos económicos y la moderna política monetaria habían eliminado la posibilidad de volver a una caída global. Pero el aumento del desempleo en EEUU, anunciado la semana pasada, junto a las novedades deprimentes de Japón, parecerían estar dejando al mundo un poco más cerca de la temida «recesión sincronizada».

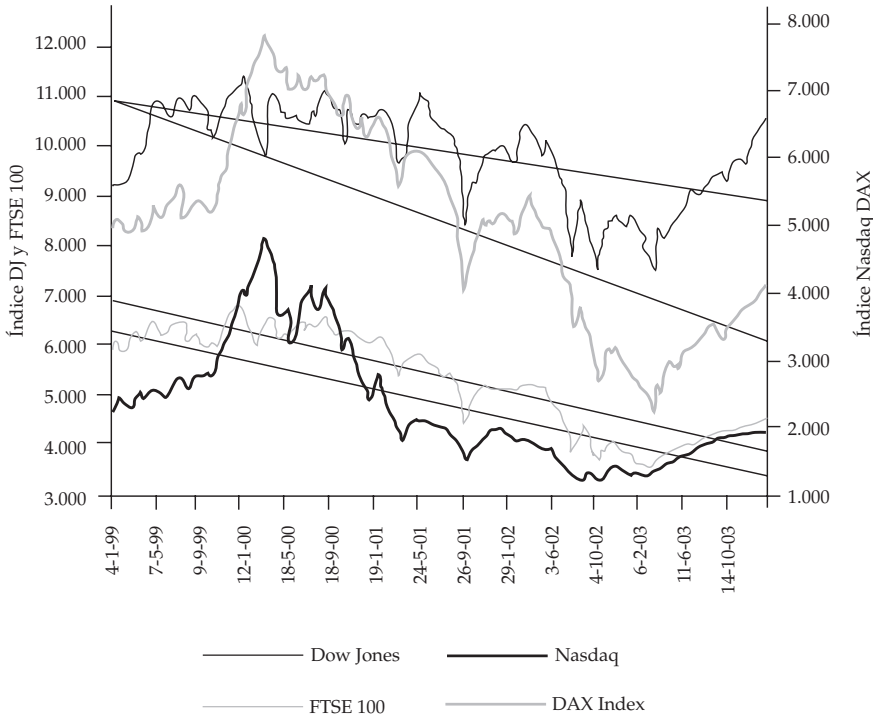
Esto quiere decir que se debilitó la confianza en el futuro del crecimiento de las economías líder porque, como señaló Dow en su teoría, la relación entre los índices de precios de bolsa y el crecimiento económico es estrecha, al expresar el valor presente de los flujos futuros que se esperan de las empresas. De este modo, el crecimiento esperado de la actividad de las empresas determina el de la actividad económica en su conjunto, hoy articulada más en torno de los servicios a través de la nueva tecnología que de los bienes. El resultado de 2000

3. V. [www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm).

4. *El Comercio*, Lima, 1/1/00; *Wall Street Journal Americas*, 4/1/00; 5/1/00.

Gráfico 6

### Principales índices bursátiles



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

para las bolsas líder de EEUU, Alemania, Japón y Gran Bretaña fue malo, prediciendo una recesión marcada. Nótese el ángulo de declinación del Nasdaq de acciones tecnológicas, frente a la modesta contracción del Dow Jones. Esto se va a profundizar en los años siguientes hasta 2003 (v. gráfico 6). Nótese también la simultaneidad de las caídas en las cuatro bolsas seleccionadas.

### **La crisis sincronizada**

Se ha hecho el ejercicio de equiparar los índices de bolsa con trayectoria más parecida, y se ha encontrado que los de las acciones tecnológicas de Nueva York y Tokio tienen trayectorias idénticas cuando revienta la burbuja en el primero. Es decir, la crisis estadounidense arrastró aún más abajo a los índices japoneses (v. gráfico 7).

Gráfico 7  
**Índices de Tokio y Nasdaq**  
**(1999-2003)**



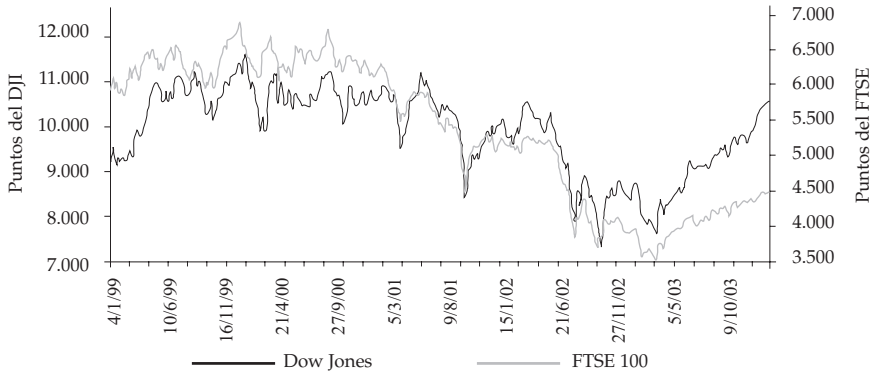
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

Luego se han equiparado las bolsas de acciones generales Dow Jones Industrials de Nueva York y FTSE 100 de Londres y se ha encontrado que están perfectamente interconectadas, de manera que la caída de una y de otra ocurren al mismo tiempo, descendiendo desde inicios de 2000 y tocando un piso en marzo de 2003. Esto descarta que los atentados del 11 de septiembre de 2001 sean los responsables de la crisis mundial y parece sugerir en cambio que la guerra de Irak explica la recuperación de los índices de capitalización. Lo que es evidente en los mercados de valores considerados es que se aprecia un rebote en las expectativas de mejora a partir del segundo trimestre de 2003, posiblemente asociado con la invasión a Irak.

Finalmente, toda la economía global ha sufrido el impacto de la crisis del milenio. Desde Asia, pasando por EEUU, el G-7, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y América Latina, se observaron reducciones en el crecimiento económico y retracciones en los flujos de capital, acompañados por desplomes de las bolsas de valores en órdenes que van desde el 30% en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE, por su denominación en inglés), hasta la desaparición de la bolsa tecnológica en Francfort. La suma de las pérdidas acumuladas en los cinco años que van desde 1998 hasta el segundo trimestre de 2003 va a resentir el crecimiento futuro y los flujos de capital disponibles. Además tiene un impacto directo

Gráfico 8

### Índices de Londres y Nueva York (1999-2003)



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

sobre los fondos mutuos y los fondos de pensión en las economías líder y, por lo tanto, sobre el consumo en esas economías en el mediano plazo. El único actor dinámico que no ha sido afectado por estos fenómenos es China, que lejos de mantener una economía abierta ha logrado esquivar los flujos negativos de capitales, los desplomes bursátiles y la desaceleración de su crecimiento, al tiempo que está al margen del G-7 y del FMI, como espacios de coordinación o diseño de políticas macroeconómicas.

### Referencias

- Abreu, Dillip y Markus Brunnermeier: «Bubbles and Crashes», *Working Papers in Economic Theory*, Princeton University, 2001.
- Behzard Diba y Herschel Grossman: «Rational Inflationary Bubbles» en *NBER Working Paper*, Cambridge, 2004.
- Bianchi, A., R. Devlin y J. Ramos: «The Adjustment Process in Latin America, 1981-1986», *Symposium on Growth Oriented Adjustment Programmes*, Washington, D.C., febrero de 1987, mimeo.
- Caballero, Ricardo y Mohamad Hammour: «Speculative Growth» en *NBER Working Paper*, Cambridge, 2002.
- Cochrane, John H.: «Stocks as Money: Convenience Yield and the Tech-Stock Bubble» en *NBER Working Paper*, Cambridge, 2002.
- Freeman, Christopher: *The Economic Industrial Innovation*, Penguin Books, Middlesex, 1974.
- Freeman, Christopher (ed.): *Technical Change and Full Employment*, Basil Blackwell, Oxford, 1987.
- Galbraith, John K.: *El 'crac' del 29*, Seix Barral, Barcelona, 1965.
- Galbraith, John K.: *Breve historia de la euforia financiera*, 2ª ed., Ariel, Barcelona, 1993.



- Katz, Jorge: *Reformas estructurales, productividad y conducta tecnológica*, FCE, Chile, 2000.
- Katz, Jorge y Giovanni Stumpo: «Regímenes sectoriales, productividad y competitividad internacional» en *Revista de la Cepal* N° 75, 12/2001, pp. 137-159.
- Kindleberger, Charles: *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crisis*, Basic Books, Nueva York, 1978.
- Krugman, Paul: «Don't Worry about Deflation» en *Fortune*, 2/2/1998, [www.fortune.com/fortune/1998/980202/fir2.html](http://www.fortune.com/fortune/1998/980202/fir2.html).
- Krugman, Paul: *De vuelta a la economía de la Gran Depresión*, Norma, Barcelona, 1999.
- Leisman, Steve: «La economía mundial, más cerca de ser víctima de una recesión sincronizada» en *The Wall Street Journal Americas*, 10/9/01.
- Mishkin, Frederic S. y Eugene N. White: «U.S. Stock Market Crashes and their Aftermath: Implications for Monetary Policy» en *NBER Working Paper*, Cambridge, 2002.
- Nordhaus, William D.: *The Economic Consequences of a War with Iraq*, Cowles Foundation Discussion Paper 1.387, Yale University, 2002.
- Pérez, Carlota: «Structural Change and Assimilation of New Technologies in the Economic and Social Systems» en *Futures* vol. 15 N° 4, 10/1983, pp. 357-375.
- Pérez, Carlota: «Change of Paradigm in Science and Technology Policy» en *Cooperation South 1*, TCDC / UNDP, 2000, pp. 43-48.
- Pérez, Carlota: «Cambio tecnológico y oportunidades de desarrollo como blanco móvil» en *Revista de la Cepal* N° 75, 12/2001, pp. 115-136.
- Pérez, Carlota: *Technological Revolutions and Financial Capital: The Dynamics of Bubbles and Golden Ages*, Edward Elgar, Cheltenham, 2002.
- Pérez, Carlota: «Rethinking Globalization after the Collapse of the Financial Bubble: An Essay on the Challenges of the Third Millennium», ponencia presentada a la First Globelics Conference, Río de Janeiro, 2-6 de noviembre de 2003.
- Schumpeter, Joseph: *Capitalismo, socialismo y democracia*, FCE, México, 1963a.
- Schumpeter, Joseph: *Teoría del desenvolvimiento económico*, FCE, México, 1963b.
- Shiller, Robert J.: *Irrational Exuberance*, Broadway Books, Nueva York, 2001.
- Shiller, Robert J.: *The New Financial Order: Risk in the 21<sup>st</sup> Century*, Princeton University Press, Princeton, 2003.
- Smart, Barry: *Modern Conditions, Post Modern Controversies*, Routledge, Londres, 1992.
- Stiglitz, Joseph E.: *El malestar de la globalización*, Taurus, Buenos Aires, 2002.
- Stiglitz, Joseph E.: *Los felices 90: la semilla de la destrucción*, Taurus, Buenos Aires, 2003.
- Swary, Itzhak: *La desregulación financiera global: la banca comercial en la encrucijada*, FCE, México, 1993.
- The Wall Street Journal Americas*, varios números.
- Ugarteche, Oscar: *La hegemonía en crisis. Desafíos para la economía de América Latina*, Fundación Friedrich Ebert, 1991.
- Ugarteche, Oscar: *El falso dilema: América Latina en la economía global*, Fundación Friedrich Ebert, Lima; Nueva Sociedad, Caracas, 1997.