



**TRABAJO DE FIN DE GRADO**  
**GRADO EN ECONOMIA**  
**CURSO ACADÉMICO 2023-2024**

**TITULO: CRISIS DE GASTO EN EL SIGLO XX Y SU IMPACTO EN UNA  
FUTURA CRISIS DE DEUDA PUBLICA**

**AUTOR:** Soguero González, Daniel

**DNI:** (50248854H)

**TUTOR:** Doncel Pedrera, Luis Miguel

En Fuenlabrada, a diciembre de 2023.



**Resumen:**

La economía es la ciencia encargada del estudio de los recursos escasos de la naturaleza, y su distribución en la sociedad. Sin embargo, a lo largo de la historia hemos visto como se han ido consumiendo por encima de las posibilidades económicas, generando grandes desajustes y condicionando el crecimiento. Aun así, parece que no se está abordando el problema por el completo, ya que estamos viendo como los niveles de deuda pública respecto del PIB están creciendo a un ritmo sostenido. Esto ha llevado a una espiral de endeudamiento a lo largo de los años con la intención de estimular la inversión, la cual ha ido añadiendo nominalmente dinero a la economía, generando que este valga menos realmente y en consecuencia haciendo que el conjunto de la ciudadanía pierda poder real de compra o poder adquisitivo.

Es por ello, que en el siguiente trabajo se van a tratar de examinar las decisiones políticas acometidas desde las grandes crisis del S.XX hasta la actualidad, tomando como referencia una de las economías más importantes a nivel mundial, los Estados Unidos de América, para así dilucidar cómo las decisiones político-económicas nos han llevado a la implantación de la cultura del gasto y del cambio cortoplacista. En consecuencia, se estudiará como todo lo anterior podría acabar desencadenando una gran crisis de deuda mundial, y poniendo en entredicho a la primera potencia mundial. Además, se evaluarán posibles escenarios por los cuales prevenir en cierto modo una presumible futura crisis, con cambios fiscales y monetarios estructurales para el desarrollo económico robusto en el largo plazo.

**Palabras clave:** *economía, desajustes, gasto, Estados Unidos y deuda.*

**Abstract:**

Economics is the science responsible for the study of nature's scarce resources, and their distribution in society. However, throughout history we have seen how they have been consumed above the economic possibilities, generating great maladjustments and conditioning growth. Even so, it seems that the problem is not being addressed completely, since we are seeing how public debt levels with respect to GDP are growing at a sustained pace. This has led to a spiral of indebtedness over the years with the intention of stimulating investment, which has been nominally adding money to the economy, generating that it is really worth less and consequently causing the whole of the citizenry to lose real purchasing power or purchasing power.

That is why, in the following work, we will try to examine the political decisions taken from the great crises of the 20th century to the present, taking as a reference one of the most important economies worldwide, the United States of America, in order to elucidate how political-economic decisions have led us to the implementation of the culture of spending and short-term change. Consequently, it will be studied how all of the above could end up triggering a great global debt crisis and calling into question the first world power. In addition, possible scenarios will be evaluated by which to prevent in some way a presumed future crisis, with structural fiscal and monetary changes for robust economic development in the long term.

**Keywords:** *economy, mismatches, spending, United States, and debt.*

## ÍNDICE DE CONTENIDOS

<b>INTRODUCCIÓN</b> .....	<b>1</b>
<b>1    Introducción</b> .....	<b>1</b>
<b>2    Objetivos del trabajo</b> .....	<b>1</b>
<b>OBJETO DE ESTUDIO Y ESTADO DE LA CUESTIÓN</b> .....	<b>2</b>
<b>3    Objeto de Estudio</b> .....	<b>2</b>
<b>4    Estado de la Cuestión</b> .....	<b>3</b>
<b>METODOLOGÍA</b> .....	<b>4</b>
<b>MARCO TEORICO Y SITUACIÓN DESDE EL ÚLTIMO SIGLO</b> .....	<b>4</b>
<b>5    Gold Standard</b> .....	<b>4</b>
5.1    Funcionamiento .....	4
5.2    Ventajas .....	7
5.3    El Inicio del Fin .....	8
<b>6    Bretton Woods</b> .....	<b>9</b>
6.1    Creación y Rasgos .....	9
6.2    Política Estadounidense y Comportamiento del Dólar.....	12
6.3    El Colapso de Bretton Woods .....	15
<b>7    Crisis del petróleo</b> .....	<b>19</b>
7.1    Causas y Razones de la inflación .....	19
7.1.1    La Liquidez .....	20
7.1.2    Deflactor del PIB vs IPC.....	21
7.1.3    Naturaleza de los Precios del Petróleo .....	22
7.2    Desempleo, Estancamiento y Tipos de Interés .....	22
<b>8    Crisis Financiera 2007/08</b> .....	<b>24</b>
8.1    Causas.....	24
8.2    Dólar como Reserva Mundial, por endeudamiento de la economía EE. UU. ....	26
<b>EMISIÓN DE DEUDA ACTUAL: ¿CAMINO HACIA UNA FUTURA CRISIS?</b> .....	<b>32</b>
<b>9    El Desafío de Deuda en los EE. UU.</b> .....	<b>32</b>
<b>10    Razones para Pensar en una Posible Crisis</b> .....	<b>33</b>
10.1    Índice de Gestión de Compras (ISM Manufacturero y de Servicios).....	34
10.2    CDS y la Curva de Tipos Invertida.....	36
10.3    El rendimiento del efectivo ahora supera al de las acciones.....	38
10.4    Pérdidas Permanentes de Puestos de Trabajo .....	40
10.5    La Realidad del “Soft Landing” .....	42
<b>11    Razones Para Pensar en la Crisis de Deuda</b> .....	<b>44</b>
11.1    Introducción .....	44
11.2    Crecimiento Sostenido de la Deuda Pública .....	49
11.3    Pago de la Deuda Pública .....	50
11.4    Crecimiento del Riesgo en pagos Personales.....	51
11.5    Mercado Inmobiliario .....	53
11.6    Condiciones de Préstamo de los Bancos.....	55
<b>12    Protección frente a la crisis de deuda</b> .....	<b>56</b>
12.1    Soluciones Gubernamentales .....	56
<b>CONCLUSIÓN</b> .....	<b>60</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA</b> .....	<b>63</b>
<b>ANEXOS</b> .....	<b>68</b>
<b>13    Anexo 1: índice ilustraciones</b> .....	<b>68</b>

## INTRODUCCIÓN

### 1 INTRODUCCIÓN

La historia económica de los Estados Unidos ha sido un testigo privilegiado de una serie de retos y triunfos que han configurado de manera fundamental el panorama financiero de esta nación desde el siglo pasado hasta la contemporaneidad. Desde la severa convulsión económica de la Gran Depresión en la década de 1930 hasta la crisis financiera global de 2008, las vicisitudes económicas han dejado una impronta indeleble en la sociedad, suscitando inquietudes acerca de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda y el crecimiento sostenido de la deuda estructural en la economía estadounidense.

Este trabajo emprende una travesía por la historia económica de los Estados Unidos desde el inicio del Siglo XX hasta la actualidad, con el objetivo primordial de llevar a cabo un análisis profundo de cómo las decisiones políticas a lo largo del siglo pasado han contribuido gradualmente a la erosión del valor real del dinero y al incremento considerable de la deuda estructural en esta economía.

Desde la adopción del patrón oro hasta la desintegración del sistema de Bretton Woods, desde las políticas fiscales posteriores a la Segunda Guerra Mundial hasta las reformas regulatorias de la década de 1980, cada determinación en el ámbito político y económico ha tenido un efecto de considerable trascendencia en el entramado financiero de la nación.

En las secciones subsiguientes de este trabajo, se efectuará una exhaustiva exploración de los momentos críticos que han marcado la historia económica de los Estados Unidos. Asimismo, se llevará a cabo un análisis pormenorizado de las políticas y sucesos que han contribuido a la degradación del valor real de la moneda y al incremento de la deuda estructural. Se procederá a una evaluación metódica de las lecciones que pueden extraerse de estos desajustes económicos.

Esta revisión histórica habrá de proporcionar una comprensión más profunda de los desafíos económicos actuales y futuros que afronta la nación estadounidense. A través de esta aproximación, se ofrecerá una perspectiva esencial para abordar las cuestiones económicas globales en el siglo XXI.

### 2 OBJETIVOS DEL TRABAJO

De forma general, en esta investigación se analizará cómo las decisiones políticas tomadas durante las grandes crisis económicas en los Estados Unidos a lo largo del último siglo han contribuido a la devaluación de la moneda y al crecimiento de la deuda pública, y cómo estas tendencias pueden desencadenar una futura crisis de deuda pública.

De un modo más simple se analizará cómo estas tendencias económicas pueden afectar a las economías menos desarrolladas, examinando las relaciones económicas entre los Estados Unidos y dichas economías. Además, tendremos en cuenta para el análisis aspectos como la ayuda financiera, el desarrollo económico y las implicaciones para las relaciones comerciales internacionales.

Por otro lado, se abordará de manera concisa y detallada el propósito de acometer la compleja interacción entre las decisiones políticas, la devaluación de la moneda y el crecimiento de la deuda pública en los Estados Unidos durante el último siglo, llevando a cabo un análisis de las decisiones políticas adoptadas en momentos de grandes crisis económicas a lo largo del siglo pasado en los Estados Unidos. Identificando de qué manera estas decisiones han influido en la estabilidad del valor real del dinero, así como proporcionando una comprensión más profunda de las políticas gubernamentales que han contribuido a la devaluación de la moneda en períodos de crisis económicas.

Del mismo modo, se procederá a una evaluación de las políticas gubernamentales relacionadas con el endeudamiento público a lo largo del último siglo. Para tratar de analizar cómo estas políticas han contribuido al crecimiento sostenido de la deuda pública, e identificando los factores que han impulsado esta tendencia. Además, esto nos permitirá comprender en profundidad las dinámicas que han llevado a una deuda pública en constante aumento en los Estados Unidos.

También, se explorará el impacto de estas tendencias económicas en la economía global, considerando aspectos como el comercio internacional, las inversiones extranjeras y la estabilidad financiera a nivel mundial. Por consiguiente, se tratará de comprender cómo las políticas económicas en los Estados Unidos pueden tener repercusiones en todo el mundo, afectando a otros países y a la estabilidad económica global.

Finalmente, se buscará proporcionar conclusiones basadas en la investigación que arrojen luz sobre las implicaciones de las decisiones políticas en la economía de los Estados Unidos, la economía global y las economías menos desarrolladas. Además, se buscará entender el riesgo potencial de una posible futura crisis de deuda pública en función de las tendencias identificadas. Estas conclusiones contribuirán a una comprensión más completa de los desafíos económicos actuales y futuros que enfrenta tanto los Estados Unidos como la comunidad económica global.

## **OBJETO DE ESTUDIO Y ESTADO DE LA CUESTIÓN**

### **3 OBJETO DE ESTUDIO**

La economía estadounidense es una de las más potentes del mundo por diversas causas como su tamaño y diversidad en cuanto a recursos naturales, industria y talento humano, inversión en innovación y tecnología albergando en su territorio gran parte de las grandes tecnológicas como Apple, Amazon, Google etc. A su vez también cuenta con un sistema financiero sólido a nivel global haciendo que su moneda (el dólar) sea una divisa de reserva mundial, entre otras cuestiones.

Sin embargo, en muchas ocasiones no somos conscientes de sus fallos, errores e inconvenientes. Por lo que en este trabajo vamos a tratar de realizar una revisión histórica del papel que ha jugado en las grandes crisis del pasado siglo hasta la actualidad, para remarcar los mecanismos tomados en cada uno de estos periodos y su contribución a la economía global.

Esta investigación se enfoca en el problema central de cómo las decisiones políticas tomadas durante las grandes crisis económicas del último siglo en los Estados Unidos han podido contribuir a la devaluación progresiva de su moneda y al crecimiento sostenido de la deuda pública. Y qué posibles implicaciones tienen estas tendencias para, quizás, una crisis futura de deuda pública.

#### **4 ESTADO DE LA CUESTIÓN**

La interrelación entre las decisiones políticas en contextos de crisis económicas, la depreciación de la moneda y el incremento de la deuda pública constituye un área de estudio central en la investigación económica y financiera. A lo largo de las décadas recientes, se ha llevado a cabo un cuerpo sustancial de investigaciones que abordan esta compleja dinámica.

Trabajos previos de investigación, como los realizados por (McKinnon 1982) o (Radcliffe, Wurga y Willett 1984), han enfatizado la influencia significativa que las decisiones políticas ejercen durante situaciones de crisis económicas en la estabilidad monetaria. Específicamente, se ha subrayado cómo políticas tales como la emisión de moneda sin respaldo, la implementación de medidas de flexibilización cuantitativa y la regulación financiera laxa pueden conllevar a la depreciación de la moneda y a la erosión de su poder adquisitivo.

No obstante, otras investigaciones, ejemplificadas por los trabajos de (Coleman 1988/89) o (Barnett y Duvall 2005) han indicado que las decisiones políticas también pueden ser empleadas para estabilizar la economía en tiempos de crisis sin que necesariamente resulten en una depreciación significativa de la moneda. Estrategias como la inversión en infraestructura, la administración fiscal eficaz y la cooperación internacional pueden contribuir a mantener la estabilidad económica.

A pesar de estos avances, existen áreas que requieren una exploración más profunda. Por ejemplo, en este trabajo se plantea la necesidad de investigar de forma más minuciosa los efectos a largo plazo de las decisiones políticas en el incremento de la deuda pública. La interrogante surge sobre cómo se desarrolla una senda estructural de deuda y cuáles son sus repercusiones en la economía a largo plazo.

Adicionalmente, es fundamental comprender cómo estas decisiones políticas pueden impactar no solo a nivel nacional, sino también en la economía global y en las relaciones comerciales internacionales. Investigaciones adicionales en este dominio contribuirán a arrojar luz sobre las intrincadas interconexiones entre las políticas económicas nacionales y los mercados financieros globales.

En resumen, el estado de la cuestión subraya la relevancia de investigar cómo las decisiones políticas durante las crisis económicas pueden incidir en la depreciación de la moneda y el crecimiento de la deuda pública. Se destaca la necesidad de una mayor observación para tratar de comprender de manera rigurosa esta cuestión y sus implicaciones nacionales y globales. Este Trabajo de Fin de Grado (TFG) contribuirá a abordar estas cuestiones mediante un enfoque analítico y empírico.

## METODOLOGÍA

Este estudio se basa en un enfoque de investigación mixto que integra tanto componentes cualitativos como los diversos estudios que nos encontraremos a lo largo del trabajo. Así como cuantitativos en base a una amplia gama de gráficos, lo que nos permitirá una evaluación exhaustiva de la economía de los Estados Unidos y su interrelación con las decisiones políticas, la depreciación de la moneda y el incremento de la deuda pública.

La población de datos de estudio será la economía estadounidense, la cual comprende un amplio conjunto de datos económicos y financieros relacionados con su economía desde el siglo pasado hasta la contemporaneidad. La muestra, abarca diversas fuentes de datos de índole oficial y trabajos de autoría previamente referenciados.

Entre estas fuentes se destacan el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el *Institutional Bureau of Economics*, la Reserva Federal de los EEUU, el *St. Louis Federal Reserve*, la FRED, *Bloomberg* y un variado corpus de contribuciones académicas todas ellas debidamente referenciadas.

El análisis de datos implica la interpretación de los gráficos y cifras económicas recopilados. Además, cuando resulte pertinente, se aplicarán técnicas estadísticas con el fin de destacar tendencias significativas y relaciones inherentes entre las variables objeto de estudio. Desde una perspectiva ética y profesional, este estudio no plantea consideraciones adicionales, ya que los datos provienen de fuentes gubernamentales y públicas. La integridad y la corrección en la citación de las fuentes empleadas constituyen principios fundamentales en este contexto.

## MARCO TEORICO Y SITUACIÓN DESDE EL ÚLTIMO SIGLO

### 5 GOLD STANDARD

Comenzaremos repasando lo que fue un sistema que ha generado bastante controversia entre economistas y políticos de distintas épocas. Este no es otro sistema que el patrón oro, sistema basado como su nombre indica en el oro y en su valor real, y cuya oferta limitada será muy importante para entender este apartado.

Además, en esta sección se pondrá en consonancia la importancia de este régimen económico. Aunque como veremos, desde hace muchos años no se toma como referencia. Aun así, analizaremos si este sistema puede ser la condición necesaria, y veremos si suficiente, para el mantenimiento del valor monetario y del valor de los activos.

#### 5.1 Funcionamiento

El sistema de patrón oro mundial ha sido reconocido como altamente eficaz y exitoso por muchos economistas y agentes políticos encargados de marcar las reglas del sistema monetario. Algunos de estos son el congresista Ron Paul el cual destaca en su

libro (Paul 2011) algunos de los aspectos fundamentales de la fortaleza del patrón oro para la estabilidad monetaria y financiera, o la economista Judy Shelton la cual muestra preocupaciones sobre el dólar, y propone una anexión al oro en su obra (Shelton 2011).

Este sistema de patrón oro mundial, vigente principalmente en la última parte del siglo XIX, y específicamente durante el período aproximado de 1870 a 1914. Muestra que la concepción de un nuevo sistema de estándar de oro global no exige especulaciones hipotéticas, ya que podemos extraer enseñanzas valiosas de su implementación histórica.

Contrariamente a una noción difundida, la mayoría de las transacciones económicas no involucraban monedas de oro físicas (A. G. Ford 1960). A pesar de la existencia de monedas de oro, el medio de intercambio prevalente era el papel moneda y las transferencias bancarias, en gran medida de forma paralela a las prácticas monetarias contemporáneas. Por ejemplo, en 1910, las monedas de oro representaban solo el 18,7% del suministro total de dinero base en los Estados Unidos, ascendiendo a 591 millones de dólares de un total de 3.149 millones de dólares (Paul y Lerhman 1982). Estas monedas de oro tenían un papel más bien secundario y funcionaban predominantemente como instrumentos de ahorro, a menudo resguardadas en forma de pasivos, atendiendo así a la famosa *Greshams's Law*<sup>1</sup>.

Además, cabe destacar que, a pesar de la circulación de monedas de plata, estas habían perdido su función principal como moneda de curso legal y se habían convertido en piezas simbólicas, de manera análoga a las actuales monedas conmemorativas. En 1910, la mayoría de las naciones del mundo habían migrado hacia sistemas monetarios "monometálicos", donde el oro se establecía como el único punto de referencia para el valor de la moneda, resolviendo así varios de los desafíos inherentes a los sistemas bimetálicos que habían suscitado problemas en el siglo XIX.

Es fundamental resaltar que no existía un sistema de "**reserva del 100% en lingotes**", en el que cada unidad de billete estuviera respaldada por una cantidad equivalente de oro almacenado en una reserva. En los Estados Unidos en 1910, la proporción de respaldo en lingotes de oro ascendía aproximadamente al 42% del valor de los billetes en circulación (Paul y Lerhman 1982) .

Para obtener un análisis más detallado de los estados financieros de los bancos centrales de diversas naciones, podemos consultar la obra de (Bloomfield 1958). Bloomfield presenta una exhaustiva revisión de los "**cocientes de reserva**", los cuales comprenden no solo lingotes de oro sino también reservas en divisas, como bonos denominados en monedas extranjeras vinculadas al oro. En 1910, estos "cocientes de reserva" variaron de acuerdo con la nación, por ejemplo, alcanzando un 46% en Gran Bretaña, 54% en Alemania o un 60% en Francia.

Varios países implementaron variantes de un "estándar de cambio de oro", en el cual se vinculaba una moneda de reserva al oro (generalmente la libra esterlina) en lugar de basar completamente el sistema en el oro. Este enfoque se volvió más común en la década de 1920 y durante el período de Bretton Woods, aunque ya había sido adoptado

---

<sup>1</sup> Esta ley hace referencia a que cuando dos monedas de diferente valor se encuentran en circulación al mismo tiempo, la moneda de más valor tiende a atesorarse, mientras que la de menos valor es con la que la gente circula y realiza las transacciones, tal y como se nos explica en el artículo de revista (Greenfield y Rockoff 1995).

antes de 1914. Bloomfield enumera varios países que implementaron algún tipo de "estándar de cambio de oro", incluyendo a Rusia, Japón, Austria-Hungría, los Países Bajos, la mayoría de las naciones escandinavas, Canadá, Sudáfrica, Australia, Nueva Zelanda, India, Filipinas y otros países asiáticos y latinoamericanos, cuyos sistemas monetarios operaban de manera semejante a las actuales uniones monetarias.

En la mayoría de los casos, estos países se encontraban en alguna forma de relación con imperios europeos, lo que también resultaba en que sus sistemas monetarios quedaran subordinados a la moneda de la potencia imperial respectiva. La mayoría de las naciones europeas relevantes habían establecido bancos centrales siguiendo el modelo del Banco de Inglaterra.

Por el contrario, Estados Unidos optó por un sistema de "**banca libre**", donde los billetes eran emitidos principalmente por el Tesoro estadounidense. Los bancos centrales operaban en sintonía con el modelo del Banco de Inglaterra, lo que implicaba su continua participación en los mercados crediticios a través de préstamos de "descuento" (préstamos garantizados a corto plazo). Aunque esta práctica no era estrictamente necesaria, su adopción se debía a la historia del Banco de Inglaterra como una entidad bancaria comercial con fines de lucro.

Por lo tanto, los bancos centrales también regulaban la oferta monetaria base a través de su política de préstamos, la cual incluía la tasa de descuento. El patrón oro mundial no establecía un "equilibrio" en la balanza de pagos ni un mecanismo de flujo de precios-oro. Los denominados "desequilibrios en la balanza de pagos" se referían en realidad a flujos internacionales de capital, que fluían libremente en esa época, ya que todos los países utilizaban esencialmente la misma moneda respaldada por el oro como referencia de valor. Con una base legal y reguladora estandarizada por la gobernanza imperial europea, el comercio internacional y la inversión fluían sin obstáculos.

Esta época marcó el surgimiento de la globalización, con inversiones netas de capital "**superávits en la cuenta corriente**" que alcanzaban regularmente más del 6% del PIB del Reino Unido y llegaron a un asombroso 9% antes de la Primera Guerra Mundial. Desde 1880 hasta 1914, las exportaciones británicas de bienes y servicios promediaron alrededor del 30% del PIB, en comparación con el 19.3% en 2011. En 1914, el 44% de la inversión extranjera neta a nivel mundial provenía del Reino Unido, mientras que Francia representaba el 20% y Alemania el 13% (Ford 1960).

Este flujo masivo de capital estaba dirigido principalmente hacia los mercados emergentes. Estados Unidos, que en ese entonces se consideraba en cierta medida un mercado emergente, aunque ya estaba superando a sus contrapartes europeas al igual que China hoy en día, era un importador constante de capital "**déficit en la cuenta corriente**". La mayor parte de la inversión extranjera británica se dirigía a América Latina, mientras que África también recibía una parte significativa. Este flujo masivo de capital europeo se tradujo en inversiones sustanciales en todo el mundo.

Es importante destacar que este acuerdo operaba principalmente de manera voluntaria y no involucraba restricciones fiscales ni una autoridad gubernamental centralizada, como la que existe en la eurozona en la actualidad. El Banco de Inglaterra generalmente servía como modelo a seguir, y los países tenían la opción de no participar si lo deseaban, aunque en general, tendían a incorporarse en algún momento a este

sistema. La estabilidad monetaria proporcionada por el sistema de patrón oro condujo a una reducción de los rendimientos de los bonos gubernamentales y corporativos, debilitando la “posición política” y haciendo que endeudarse no tuviese mucho sentido.

En conclusión, podría ser factible crear una versión actualizada del sistema de estándar de oro mundial de la era anterior a 1914, ya que no se requerirían cambios significativos en su estructura básica, debido a que este sistema demostró ser eficaz y aún podría estar funcionando hoy si no fuera por los trastornos causados por la Primera Guerra Mundial y las crecientes influencias de las teorías keynesianas, las cuales abogaban por la gestión gubernamental de las políticas económicas mediante la manipulación de la moneda de aumento de deuda. Políticas que se pusieron en funcionamiento en la etapa de Bretton Woods, de la cual hablaremos más tarde.

## 5.2 Ventajas

En este apartado vamos a destacar de forma directa y clara algunas de las ventajas que hicieron a este sistema ser tan valioso. Una de las que nos encontramos en este sistema es que **regula el volumen de divisas**, es decir que las divisas, se referencian al valor del oro por lo que no se puede aumentar o disminuir sin consecuencias el valor de la divisa. Bajo el sistema basado en el oro, los billetes de moneda son intercambiables bajo demanda por oro de valor equivalente, y no por intereses relacionados con políticas monetarias, por lo que hace que la emisión de monedas sea de acuerdo con las reservas de oro, y al ser estas limitadas, el dinero no se deprecia.

Otra de las principales ventajas radica en **establecer y mantener la estabilidad en los tipos de cambio**, también llamado el aspecto internacional del patrón oro porque se ocupa de estabilizar el valor externo de la moneda. Además, hay un compromiso asumido por las autoridades monetarias de cada país de comprar o vender oro en cantidades ilimitadas al precio fijo oficial. En estas condiciones, existe una relación estable entre las unidades monetarias de los diferentes países con patrón oro y la libre circulación del oro que ayuda a mantener la estabilidad de los tipos de cambio. De nuevo se aprecia que la característica se basa en la cooperación entre países, teniendo como “ente supremo” la libre circulación y comercio del oro.

Finalmente citaremos la ventaja más clara y notable, ser **estabilizador automático**. Supongamos que dos naciones, denominadas A y B, están adscritas al sistema de patrón oro. En este contexto, se plantea la situación hipotética en la que el país A experimenta un déficit en su balanza de pagos, mientras que el país B registra un superávit en su balanza de pagos.

Consecuentemente, se produce un flujo de oro desde el país A hacia el país B debido al desequilibrio en la balanza de pagos de A y su saldo favorable en la balanza de pagos de B. Considerando el coeficiente de reserva de oro en ambas naciones adheridas al patrón oro, la salida de oro conlleva una reducción en la oferta monetaria, es decir, en la cantidad de dinero circulante y crédito, en el país A.

Por otro lado, la entrada de oro resulta en una ampliación de la oferta monetaria en el país B. La contracción en la oferta monetaria en el país A provoca una disminución en los niveles de precios y los márgenes de ganancia en dicha nación ya que el vendedor recibe menos ganancia a consecuencia de la disminución de los precios. Este fenómeno,

a su vez, se traduce en una reducción de la inversión, los ingresos, la producción y el empleo en el país A. Por otro lado, la expansión de la oferta monetaria incrementa los niveles de precios y los márgenes de ganancia, y como resultado, estimula la inversión, los ingresos, la producción y el empleo en el país B.

La disminución de los precios en el país A estimula la demanda extranjera de bienes de dicho país. Además, la reducción de los ingresos en el país A desalienta la demanda de productos provenientes de otras naciones. Por consiguiente, las exportaciones aumentan y las importaciones disminuyen en el país A. Del mismo modo, el incremento de los precios en el país B conlleva una expansión de las importaciones en dicha nación.

La ampliación de las exportaciones y la contracción de las importaciones crean condiciones propicias para un superávit en la balanza de pagos en el país A. Por otro lado, la contracción de las exportaciones y la ampliación de las importaciones conducen a un déficit en la balanza de pagos en el país B. Como consecuencia de ello, el oro comienza a fluir desde el país B hacia el país A y esto, en última instancia, elimina el desequilibrio en la balanza de pagos en ambas naciones.

De esta manera, los movimientos de oro, originados por un desequilibrio en la balanza de pagos, generan automáticamente condiciones para la corrección del desequilibrio. Así, conducen al restablecimiento de un equilibrio en la balanza de pagos en las naciones adheridas al sistema de patrón oro.

### 5.3 El Inicio del Fin.

En este apartado vamos a tratar de hacer una revisión histórica de las decisiones acometidas hasta la gran depresión, para determinar si el patrón oro fue el causante de la gran depresión, o no. El patrón oro se basa esencialmente en la estabilidad económica que proporciona en ausencia de entes políticos. Y atendiendo a la evidencia histórica, hasta el estallido de la primera guerra mundial, el patrón oro estaba proporcionando gran credibilidad y estabilidad.

A partir de aquí, una decisión política, como lo es el comienzo de la primera guerra mundial obliga a cambiar inicialmente las reglas del juego. Cabe recalcar que el estallido de la primera guerra mundial no se produce por una mala situación económica, se produce un “mal entendido” político. Las guerras, generalmente conllevan una pérdida de vidas, pero también una pérdida económica pocas veces reparable.

En el contexto de la primera guerra mundial, los países tuvieron que devaluar sus monedas para poder así financiar la guerra, de esta forma, y de nuevo por otra decisión política la estabilidad y credibilidad económica empezó a cuestionarse (Temin 2000). Más tarde, y una vez finalizada la primera guerra mundial, las políticas que se habían llevado a cabo para su financiación habían dañado las monedas de los países, por lo que los llamados felices años veinte atendían a una falsa ilusión. Por lo que, se volvió a adoptar de forma generalizada las ideas para volver al patrón oro por los buenos resultados que había tenido en la etapa anterior a la primera guerra mundial. Sin embargo, en función de los desajustes económicos que se habían dado para la financiación de la guerra, esta paridad con el oro habría de cambiar.

Sucedió, sin embargo, que gran parte de los países adoptaron una paridad con el oro que no estaba bien calculada. Es más, hay economistas que dicen que, si esta paridad se hubiese realizado de manera correcta, las correcciones para restablecer la economía no habrían sido tan drásticas (Friedman y Schwartz 1963). Y es que el patrón oro, proporciona un ajuste y estabilidad de la economía en ausencia de políticas rápidas.

A su vez, los responsables políticos querían volver a los niveles económicos anteriores a la primera guerra mundial de forma rápida, por lo que optaron por realizar políticas expansionistas, muy alejadas de lo que proporciona el patrón oro. Por consiguiente, aquí tenemos un pensamiento generalizado a la vuelta al patrón oro, pero artificialmente infundado por políticas expansivas y con paridades mal calculadas. El resultado, fue una situación que contribuyó al detrimento de este régimen económico.

Además, el resultado del estallido y los desequilibrios económicos puede que no se diesen por la vuelta al patrón oro, sino que pudieron ser debido al deseo de volver rápidamente a niveles de bienestar anteriores a la guerra. Esto pudo ser porque se seleccionaron unos tipos de paridad con respecto al oro no del todo exactos, además se trató de manejar un sistema el cual está basado en los movimientos en ausencia de agentes políticos, por agentes políticos y no por la cooperación entre ellos.

Para los agentes políticos, esta etapa de ajuste hubiese sido un gran inconveniente, y es por eso por lo que se adoptaron políticas que nada tenían que ver con el patrón oro. Esto, condujo a que tras el estallido económico en los años 30 y con la segunda guerra mundial en camino, se eliminasen estas políticas basadas en el comportamiento de los agentes económicos, por políticas basadas en el control de la economía por los responsables políticos.

Aun así, con esta situación el dólar ganó valor. Esto sucedió por diversas razones, la primera de ellas es que, aunque la economía estaba pasando por un momento difícil, el conjunto de la economía estadounidense seguía teniendo activos seguros, por lo que los inversores se refugiaron en ellos. También, en esta década de los treinta, los EEUU experimentaron un superávit comercial, donde sus exportaciones eran sólidas en comparación con las importaciones, beneficiando así al dólar. Y, además, aunque Estados Unidos sufrió la Gran Depresión, su economía se recuperó antes que muchas otras, generando que el dólar se valorase al alza, entre otras razones.

## **6 BRETTON WOODS**

### **6.1 Creación y Rasgos**

Tras el desenlace de la Segunda Guerra Mundial, se instituyó el sistema de Bretton Woods. En efecto, fue un acuerdo orientado a forjar un nuevo sistema monetario internacional forjado por negociaciones entre las potencias aliadas incluso antes de la conclusión de la Segunda Guerra Mundial, culminando en la conformación de los Acuerdos de Bretton Woods en 1944.

La denominación "Bretton Woods" hace referencia a una localidad de reducido tamaño ubicada en las montañas de New Hampshire, Estados Unidos, donde los

delegados económicos de 44 países se reunieron con el propósito de concebir un nuevo sistema económico global. Su objetivo primordial residía en la prevención de la adopción de políticas nacionales egocéntricas, tales como la devaluación competitiva, el proteccionismo y la configuración de bloques comerciales, políticas las cuales dañaron la economía global durante la década de 1930 (Bayoumi y Eichengreen 1994).

La delegación británica estuvo encabezada por el ilustre economista John M. Keynes, mientras que el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, bajo la dirección de Harry D. White. En esencia, la formulación del nuevo sistema fue producto de las negociaciones entre estos dos países. Dado el eminente poderío militar y económico de los Estados Unidos, estos desplazaron a Gran Bretaña, que se hallaba debilitada por los estragos de la guerra y experimentando una mengua de su influencia internacional. La propuesta que hizo Keynes fue rechazada, mientras que la visión de los Estados Unidos se erigió finalmente como el fundamento del recién instaurado Fondo Monetario Internacional (FMI).

La propuesta británica que fue desestimada consistía en establecer una vigorosa unión de liquidación de saldos para todos los países, donde cada uno habría de contar con una cuenta oficial. Todos los superávits y déficits de la balanza de pagos se habrían de registrar y solventar a través de estas cuentas, imponiendo, así, la responsabilidad de corregir los desequilibrios tanto a los países con excedentes como a los que presentaban déficits (James 2012).

No obstante, Estados Unidos materializó un fondo de compensación de menor envergadura, basado en que cada país habría de efectuar una contribución específica denominada "**cuota**" a este fondo, y las naciones miembros que afrontaran dificultades en su balanza de pagos habrían de solicitar préstamos (o adquirir monedas fuertes) de este fondo. Como consecuencia, únicamente los países con déficits asumirían la responsabilidad de corregir los desequilibrios.

Este modelo preveía que el Reino Unido registraría déficits después de la guerra, mientras que se anticipaba que los Estados Unidos tendrían excedentes. En una etapa posterior, durante la década de 1950, se instituyó la "**condicionalidad**<sup>2</sup>", que obligaba a los países prestatarios a implementar políticas macroeconómicas destinadas a reducir sus déficits.

El Acuerdo de Bretton Woods también sentó las bases del Banco Mundial, conocido como el Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo. Si bien el propósito inicial del Banco Mundial era contribuir a la recuperación de Europa y Japón, que habían sufrido las devastadoras secuelas de la guerra, la recuperación de Japón en realidad recibió asistencia a través de la ayuda bilateral de los Estados Unidos, y la recuperación de Europa se fomentó mediante el Plan Marshall, un extenso programa de ayuda estadounidense. Con el tiempo, el Banco Mundial evolucionó para convertirse en una institución destinada a brindar apoyo a los países en desarrollo.

---

<sup>2</sup> La "condicionalidad" en los préstamos internacionales en la década de 1950 y posteriores se refiere a las condiciones y reformas económicas impuestas por instituciones como el FMI y el Banco Mundial a los países que buscaban financiamiento. Estas condiciones incluyen políticas económicas y estructurales destinadas a promover la estabilidad económica. (Williamson 1989).

El FMI y el Banco Mundial fueron denominados "organizaciones hermanas" surgidas a raíz de Bretton Woods. Aunque se había contemplado la creación de una tercera entidad, la Organización de Comercio Internacional, aunque esta no llegó a materializarse en ese momento. En cambio, el Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT), una entidad no estructurada, asumió el papel de promover el libre comercio durante cuatro décadas. En 1995, el GATT se transformó en la Organización Mundial del Comercio (OMC). De esta manera, se establecieron tres instituciones hermanas.

Las características preponderantes del sistema de Bretton Woods, configurado en el periodo de posguerra, se delimitan en cuatro aspectos de relevancia significativa. Para empezar, se destaca la **base del sistema en la moneda de los Estados Unidos**, el dólar. A pesar de su fundamentación oficial en el patrón oro, con una proclamada igualdad de trato hacia todas las naciones, en la práctica, este sistema fue influido de manera preponderante por los Estados Unidos, donde el dólar estadounidense ocupó un lugar central que continúa vigente en la actualidad.

De acuerdo con lo anterior, la relación entre los Estados Unidos y el resto de las naciones reveló una notable asimetría. Mientras que los Estados Unidos mantenían la estabilidad en sus precios internos, que otras naciones podían importar, se abstuvieron de intervenir en el mercado de divisas, es decir, no adoptaron medidas activas para influir en las tasas de cambio, lo cual era considerado deseable. En contraste, todos los demás países estaban obligados a intervenir en el mercado de divisas para mantener sus tasas de cambio vinculadas al dólar estadounidense.

En segundo término, el sistema se define como de **tipo de cambio ajustable**. Esto conlleva que, a pesar de que los tipos de cambio generalmente se mantenían fijos, se permitía su alteración en circunstancias específicas. El propósito subyacente era amalgamar la estabilidad de los tipos de cambio con un grado de flexibilidad, con miras a evitar devaluaciones mutuamente perjudiciales. Los países miembros poseían la facultad de modificar sus "paridades"<sup>3</sup> en presencia de un "desequilibrio fundamental"<sup>4</sup>. No obstante, la definición precisa de este último concepto no se encontraba rigurosamente especificada.

En la práctica, los ajustes de las tasas de cambio se llevaron a cabo con menos frecuencia de lo previsto por los arquitectos del sistema de Bretton Woods. Por ejemplo, Alemania revaluó su moneda en dos ocasiones, el Reino Unido la devaluó en una ocasión

---

<sup>3</sup> Este concepto nos dice que la paridad de tipos de cambio refiere a la igualdad de los precios de un conjunto de bienes en dos países diferentes cuando se expresan en una misma moneda. Es decir, que los tipos de cambio deberían reflejar las diferencias en los niveles de precios entre países para que los mismos bienes tengan el mismo valor real en todas partes.

<sup>4</sup> Déficit crónico en la balanza de pagos significaba que un país estaba gastando más en importaciones de bienes y servicios de lo que estaba ganando en exportaciones y otras transacciones internacionales. Esto podría indicar problemas subyacentes, como una falta de competitividad en la producción doméstica, altos niveles de inflación o políticas económicas inapropiadas. Por otro lado, se entendía como desequilibrio el superávit crónico en la balanza de pagos el cual podría ser un desequilibrio fundamental. Esto significaba que un país estaba exportando más de lo que estaba importando, acumulando reservas de divisas extranjeras. Esto podría deberse a una sobre dependencia de las exportaciones o políticas que mantenían artificialmente bajo el consumo interno, (Steil 2013).

y Francia procedió con dos devaluaciones. En contraposición, Japón e Italia no realizaron cambios en sus paridades.

En tercer lugar, el sistema se caracteriza por la aplicación de un **control estricto de capitales**. Este rasgo representó una marcada desviación en comparación con el período del Patrón Oro Clásico, que promovía la libre circulación de capitales. Si bien los Estados Unidos y Alemania ostentaban regulaciones de cuentas de capital relativamente menos restrictivas, otros países impusieron controles cambiarios rigurosos.

Cuarto y no menos relevante, el sistema destacó por su **desempeño macroeconómico**. En particular, se logró una simultaneidad destacada entre la estabilidad de los precios a nivel global y un vigoroso crecimiento económico, al mismo tiempo que se impulsaba la liberalización del comercio internacional.

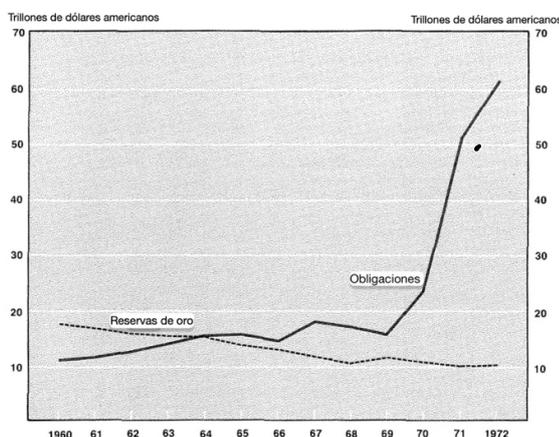
Especialmente notorio resultó el período de estabilidad de precios en los bienes transables (precios al por mayor o WPI “Wholesale Price Index”) que se extendió desde mediados de la década de 1950 hasta fines de la década de 1960, un encubierto logro macroeconómico sin precedentes en la historia económica mundial. Esto pudo ser posible por las políticas expansivas que estaban “cocinando” la inflación procedente en el siguiente período histórico.

### 6.2 Política Estadounidense y Comportamiento del Dólar

En este apartado vamos a resaltar de forma general la política que tenían los Estados Unidos en la época de Bretón Woods, así como los posibles rasgos de este sistema los cuales le llevaron a su posterior desaparición. En primer lugar, es importante resaltar la convertibilidad del dólar con el oro, es decir, en este sistema se instó a una paridad de 35\$ una onza de oro, y todo el resto de las monedas sujetas al dólar.

Además, EE. UU. se comprometió en los acuerdos del sistema a cambio de ser la moneda predominante, que permitiría que las reservas de dólares de los países extranjeros se las pudiesen intercambiar por oro (a la paridad establecida y con tipos fijos). Esto en su inicio no suponía ningún inconveniente ya que los Estados Unidos tenían tres cuartas parte del oro mundial. Sin embargo, el problema lo vemos en la ilustración 1.

*Ilustración 1. Obligaciones frente a terceros y reservas de oro de EEUU.*



En la ilustración 1 (Meltzer 1991) se nos muestra cómo con el paso de los años, las obligaciones de los Estados Unidos frente al resto de países fueron aumentando, mientras que sus reservas de oro disminuían de forma sostenida y gradual. Esto pudo poner de manifiesto un defecto de este sistema, ya que la economía estadounidense iba a llegar a un punto que no iba a poder cumplir dicha convertibilidad, previamente aceptada.

Otro de los errores cometidos en esta etapa histórica, fue la constante presión que los Estados Unidos ejercían sobre los demás países para tratar de cuadrar sus propias cuentas. Los Estados Unidos se estaban convirtiendo en un país deudor, es decir, con déficit en su balanza comercial y con grandes obligaciones que acometer. Su solución fue que los países superavitarios ampliases sus perspectivas de crecimiento obligatoriamente, mientras que los deficitarios no hacían nada, (Meltzer 1991).

Esto provocó gran controversia en Alemania, ya que estos que habían sufrido grandes políticas restrictivas después de la Segunda Guerra Mundial, propusieron que fuesen los países deficitarios los que cuadrasen sus cuentas pasando por una etapa restrictiva y dejasen actuar a su manera a los países con superávit. Finalmente EE. UU. se salió con la suya y Alemania, en este caso, aumentó sus perspectivas de crecimiento, por lo que empezó a sufrir reevaluaciones.

Mientras los mandatarios estadounidenses instaban a la revalorización alemana, los Estados Unidos aumentarían el crecimiento monetario en 1968. Después de la revaluación alemana, la Reserva Federal cambiaría a una política más restrictiva, aumentando la tasa de los fondos federales y ralentizando el crecimiento de la base monetaria (Meltzer 1991).

Esta fuerte tracción en el crecimiento de la base monetaria fue seguida por el inicio de una recesión en el cuarto trimestre. De forma que la reducción del crecimiento monetario, el aumento de las tasas de interés reales de EE. UU. y la recesión ayudaron a cambiar el saldo de la cuenta corriente al superávit. A mediados de 1970, el saldo trimestral había vuelto a un nivel no alcanzado desde la última parte de 1965.

Otra de las partes fundamentales de esta revisión histórica fue el problema de la liquidez. Este se trató de abordar de maneras diferentes por parte de los EE. UU. y Reino Unido los cuales al tener muchas obligaciones querían crear otro activo de reserva frente al dólar y al oro. Francia por su parte optó por reevaluar el precio del oro, es decir que creciese al ritmo al que se devaluaba el dólar, ya que, si no, sería cuestión de tiempo que la economía entrase en recesión por las políticas aplicadas y los malos cálculos acontecidos. Finalmente se optó por la iniciativa estadounidense.

Una depreciación del valor del dólar en relación con el oro, manteniendo constantes los valores de otras divisas, podría haber potencialmente resuelto el desafío de liquidez que prevalecía en la década de 1960. Hacia finales de 1968, los precios en los Estados Unidos habían aumentado aproximadamente 2,5 veces en comparación con los niveles de 1929. Si el precio del oro hubiera seguido una proporción directa desde su valor en 1929 (20,67 dólares), habría alcanzado alrededor de 52 dólares en 1968 (Meltzer 1991). Bajo esta consideración, las reservas de oro de los Estados Unidos habrían ascendido a 17.600 millones de dólares, excediendo en 1.600 millones de dólares sus obligaciones frente a los bancos centrales y gobiernos extranjeros.

Sin embargo, aunque el ajuste en el precio del oro podría haber prolongado la viabilidad del sistema de Bretton Woods, permanece incierto si este sistema hubiese subsistido durante un período prolongado sin alguna forma de restricción en la política monetaria de los Estados Unidos. Tales restricciones serían poco probables de ser aceptadas por los Estados Unidos.

Además, las políticas inflacionarias continuaron en los Estados Unidos a lo largo de la década de 1970, con solo breves interrupciones. Los países que optaron por reducir la inflación en esa década se habrían visto forzados a abandonar el sistema. Aun así, la inflación no fue el único desafío; los shocks petroleros de 1973 y 1979 alteraron los términos del comercio, lo que requirió ajustes en las tasas de cambio que el sistema de Bretton Woods encontró difícil de solventar.

En el mejor de los escenarios, la devaluación del dólar en relación con el oro habría sido corregida por las diferencias en el crecimiento de la producción y cambios en los costos de producción entre los Estados Unidos, así como las principales naciones con superávit comerciales, como Alemania y Japón. Esta devaluación y los choques petroleros habrían reconfigurado las posiciones relativas de otros países. Algunos habrían experimentado déficits persistentes en sus balanzas comerciales, lo que habría requerido ajustes en sus precios y costes relativos, o bien, devaluaciones y revaluaciones bilaterales<sup>5</sup> y multilaterales<sup>6</sup> de las tasas de cambio, sin embargo, estos ajustes eran de compleja ejecución.

La premisa clave es que los países productores de petróleo habían aumentado el precio del petróleo en respuesta a la disminución de sus ingresos reales después de la liberación del dólar. Una devaluación moderada con un nuevo tipo de cambio fijo podría haber prevenido el primer shock petrolero. Si se hubiera producido de esta manera, las políticas incorrectas en los Estados Unidos que intentaron compensar los efectos reales del aumento de los precios del petróleo mediante la inflación puede que hubiesen sido evitadas.

---

<sup>5</sup> La noción de devaluación bilateral se refiere a la disminución del valor de una moneda en relación con otra moneda específica. Este concepto ha existido prácticamente desde que las monedas extranjeras comenzaron a comerciarse. En el contexto moderno, durante el sistema de Bretton Woods (1944-1971), los países podían devaluar sus monedas en relación con el dólar estadounidense para abordar desequilibrios en sus relaciones comerciales bilaterales. Por ejemplo, si un país tenía un déficit comercial crónico con otro país, podía devaluar su moneda en relación con la moneda de ese país para hacer que sus exportaciones fueran más atractivas y reducir sus importaciones. Por su parte, las revaluaciones bilaterales son el opuesto de las devaluaciones. Implican aumentar el valor de una moneda en relación con otra. En el contexto de Bretton Woods, esto podría hacerse para abordar situaciones en las que un país tenía un superávit comercial con otro país y quería reducir ese superávit.

<sup>6</sup> En una revaluación multilateral, varios países acuerdan aumentar el valor de sus monedas en relación con una moneda de referencia (generalmente el dólar estadounidense). Esto puede hacerse para abordar desequilibrios comerciales cuando se considera que las monedas de estos países están subvaluadas en relación con la moneda de referencia. Una revaluación puede hacer que las exportaciones de estos países sean más costosas para sus socios comerciales y, por lo tanto, reducir sus superávits comerciales. Por otro lado, en una devaluación multilateral, varios países acuerdan reducir el valor de sus monedas en relación con una moneda de referencia. Esto se hace generalmente cuando se considera que las monedas de estos países están sobrevaluadas en relación con la moneda de referencia y necesitan hacer sus exportaciones más competitivas para abordar desequilibrios comerciales. La devaluación puede hacer que las exportaciones de estos países sean más asequibles para sus socios comerciales.

Esto habría resultado en una inflación más baja y en unas reservas nominales de oro en los Estados Unidos de mayor envergadura. Sin embargo, parece improbable que otras naciones hubieran aceptado una política estadounidense de inflación y devaluaciones periódicas del dólar frente al oro. En ausencia de una tasa de inflación más baja en los Estados Unidos, el sistema de Bretton Woods habría enfrentado una eventual desintegración.

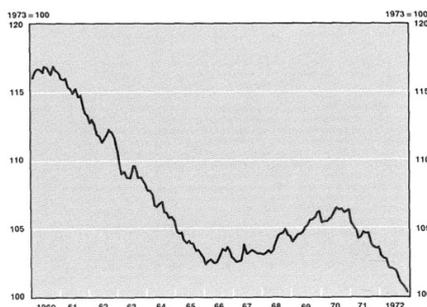
### 6.3 El Colapso de Bretton Woods

La preocupación por el creciente déficit presupuestario, el problema de los pagos de las obligaciones y la inflación llevó al Congreso estadounidense en junio de 1968 a aceptar el recargo del impuesto sobre la renta del 10 por ciento propuesto por la administración Johnson y, a cambio, a exigir a la administración que redujera el crecimiento del gasto público. La respuesta de la Reserva Federal fue casi inmediata, reducir la tasa de los fondos federales en un intento de mezclar una política monetaria más expansiva con una política fiscal más estricta.

El crecimiento de la base monetaria disminuyó brevemente, más tarde aumentó a una tasa anual del 7%. La tasa media de aumento de precios del consumidor en seis meses fue del 4 por ciento en 1968, pero la tasa de aumento anualizada fue del 6,5 por ciento al final del año, y menos del 4 por ciento al año siguiente. El crecimiento de la base monetaria aumentó del 4 al 8 por ciento de la tasa anual en el mismo período. Para cualquier observador externo, debió de quedar claro que los Estados Unidos no tenían la intención de seguir las reglas clásicas o las políticas de un país que tenía la intención de mantener una tasa de cambio fija.

Los precios al consumidor de EE. UU. comenzaron a subir en relación con un promedio ponderado por el comercio de los precios en el extranjero (Ilustración 2 (Lecture 1991), revirtiendo la tendencia de declive de principios de la década de 1960. Los costes laborales unitarios aumentaron bruscamente en relación con los costes en el extranjero (Ilustración 3). La posición del comercio y los pagos se deterioró; las exportaciones netas reales, en dólares de 1982, cayeron a 30 mil millones de dólares en 1968 y 35 mil millones de dólares en 1969 hasta 17 mil millones de dólares en 1967 después de haber tenido un superávit de 6 mil millones de dólares en 1964. Además, como cita (Meltzer 1991), el saldo nominal de la cuenta corriente continuó cayendo en 1968, y aunque revirtió brevemente durante la recesión de 1969-70 luego reanudó su declive.

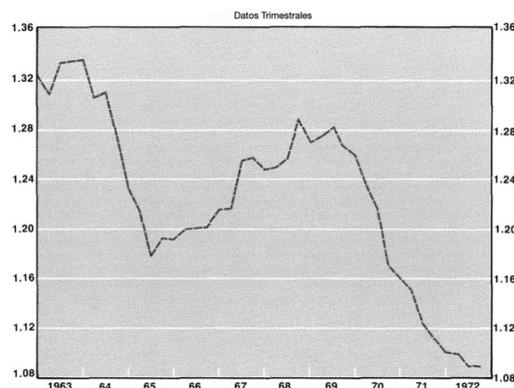
*Ilustración 2. Índice de la relación entre el IPC de EE. UU. y el IPC ponderado por el comercio.*



Fuente 2. Homer Jones Memorial Lecture, 1991.

## Crisis del Siglo XX y su Impacto en la Futura Crisis de Deuda Pública

*Ilustración 3. Relación entre los costes laborales unitarios de EE. UU. y los costes laborales unitarios ponderados por el comercio.*



Fuente 3. Homer Jones Memorial Lecture, 1991.

La balanza de pagos muestra el superávit de los Estados Unidos en 1968 y 1969. Esto fue engañoso, debido a los depósitos a plazo personales y corporativos. A medida que las tasas de interés de EE. UU. subieron por encima de las tasas máximas legales, los bancos comerciales perdieron depósitos a plazo en el mercado del eurodólar. Los bancos estadounidenses luego pidieron préstamos en el mercado del eurodólar adquiriendo muchos de los depósitos que habían perdido y algunos fondos adicionales. El efecto fue tener una gran entrada de capital a corto plazo, 4.300 millones de dólares sobre la base de los acuerdos oficiales para los dos años.

El resultado cercano de los límites de la Regulación Q<sup>7</sup> sobre las tasas de interés cayó durante la recesión de 1970. Las tasas reales disminuyeron en promedio en relación con las tasas en el extranjero, y el flujo de capital revirtió. El déficit de liquidación oficial de 8.000 millones de dólares fue, con mucho, el mayor hasta ese momento. Pero este flujo pronto se empequeñeció alcanzando los 31 mil millones de dólares en los tres primeros trimestres de 1971.

Volviendo a la Ilustración 1, vemos cómo aumentaron los pasivos con los bancos centrales y los gobiernos extranjeros. Estos pasivos se duplicaron con creces a 50.000 millones de dólares en 1970, y luego aumentaron otros 11.000 millones de dólares en 1971. La respuesta clásica a una salida de capital para un Estado en un tipo de cambio fijo es aumentar las tasas de interés y reducir el crecimiento del dinero. La Reserva Federal hizo lo contrario, la tasa de los fondos federales cayó de un máximo del 9 por ciento a principios de 1970 y a menos del 4% al año siguiente.

Los bancos centrales extranjeros experimentaron grandes aumentos en las reservas en dólares. Alemania añadió 3.100 millones de dólares en los primeros seis meses del año. El crecimiento del dinero alemán aumentó del 6,4 por ciento en 1970 al 12,0 por ciento en 1971.

Los precios al consumidor alemanes, que habían aumentado un 1,8 por ciento en 1969, aumentaron un 5,3 por ciento en 1971. A pesar de los rígidos controles cambiarios,

<sup>7</sup> Este es un concepto creado por la Reserva Federal de los EE. UU., basado en limitar las tasas de interés que los bancos pueden pagar a los depositantes en cuentas de ahorro y certificados de depósito. El objetivo principal era controlar las tasas de interés para mantener la estabilidad financiera y evitar la competencia excesiva entre las instituciones financieras.

Japón tampoco pudo escapar del efecto directo del crecimiento del dinero de EE. UU. a través de la cuenta comercial. Las reservas de Japón casi se triplicaron en los primeros nueve meses de 1971, aumentando 8.600 millones de dólares. Las acciones monetarias japonesas (M1) aumentaron más de un 1,25 por ciento en 1971. Otros países tenían una experiencia de calidad similar.

En 1969, después de mucho retraso, Alemania había cerrado el mercado de divisas, habiendo permitido que el marco alemán flotara y luego se revalorizase en un 9,3 por ciento el 24 de octubre de ese mismo año. En dos años, tres monedas principales, la libra esterlina, el franco francés y el marco alemán se habían visto obligadas a cambiar los tipos de cambio. Por lo que la creencia de que la estabilidad económica requería estabilidad del tipo de cambio comenzó a erosionarse.

El flujo de capital de 1971 también sufrió por esta política. El déficit de EE. UU. en la cuenta de capital fue de casi 30.000 millones de dólares para todo el año 1971 y de 42.000 millones de dólares para los dos años 1970-71. De esta cantidad, 40.000 millones de dólares se convirtieron en reservas en dólares de otros países. Japón y Alemania acumularon 11.000 millones de dólares cada uno, más de la mitad del total, y el Reino Unido adquirió casi 10.000 millones de dólares. El 5 de mayo, siete países europeos cerraron sus mercados de divisas. El ministro de Finanzas alemán, Schiller, trató de persuadir a los principales países europeos para que aceptaran una flotación conjunta, pero Francia e Italia se opusieron. Cuatro días después, el marco y el florín holandés comenzaron a flotar su tipo de cambio.

Después de reunirse en Camp David, el fin de semana del 13 al 15 de agosto puso fin al sistema de tipo de cambio fijo suspendiendo temporalmente la convertibilidad del dólar en oro u otros activos de reserva. El plan anunciado el 15 de agosto incluía mucho más que la suspensión de la convertibilidad del oro. Los salarios y los precios se congelaron durante 90 días, supuestamente para detener la inflación y luego a una tasa anual del 3 por ciento durante los seis meses que terminaron en julio. Se introdujeron créditos fiscales para aumentar el empleo y la inversión para aumentar las demandas de producción y mano de obra, con el fin de reducir el desempleo por debajo del 6 por ciento. Se impuso un recargo del 10 por ciento a las importaciones. A finales de agosto, todas las monedas principales, excepto el franco francés, flotaban frente al dólar.

Muchos de los cambios anunciados el 15 de agosto se habían discutido con algún tiempo de antelación. El presidente Burns de la Reserva Federal había abogado por una política de precios y salarios durante meses. John Connolly, el secretario del Tesoro, favoreció una acción fuerte sobre el comercio y la inflación.

El último evento desencadenante fue una nueva demanda de oro de Francia y Gran Bretaña. El 8 de agosto, la prensa informó que Francia pediría 191 millones de dólares en oro para hacer un reembolso programado al FMI (Fondo Monetario Internacional). Más tarde en la misma semana, el 13 de agosto, Gran Bretaña también solicitó cambiar dólares por oro. Las solicitudes combinadas fueron pequeños en comparación con el aumento de 12.000 millones de dólares en las tenencias extranjeras de dólares en los primeros nueve meses de 1971. Sin embargo, los informes de demandas de oro generaron temores de una carrera contra 57 de las reservas de oro restante de los Estados Unidos. El presidente Nixon y sus principales asesores se reunieron en Camp David para adoptar el programa basado en el acuerdo alcanzado por Nixon y Connolly en la primavera.

La política anterior se había llamado "*estable a medida que vas*". De hecho, la política monetaria de EE. UU. estaba lejos de ser estable en 1970-71. La tasa de fondos federales se redujo del 9 por ciento a principios de 1970 al 3,7 por ciento en marzo de 1971, y luego aumentó un 5,3 por ciento en julio. Durante el mismo período, el crecimiento de la base monetaria aumentó del 4 al 8 por ciento.

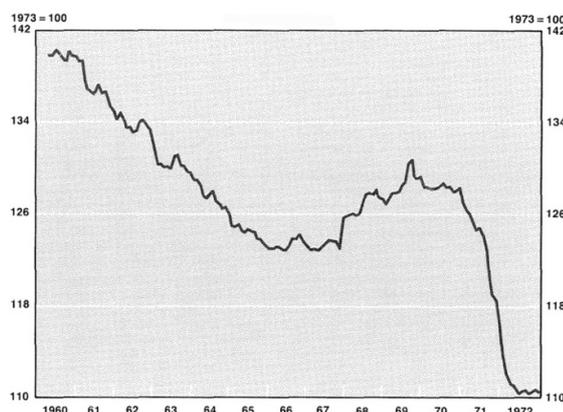
El efecto, dadas las políticas en el extranjero, fue reducir las tasas de interés a corto plazo de los Estados Unidos en relación con un promedio ponderado por el comercio de la tasa en el extranjero. La disminución de las tasas de interés reales relativas terminó en marzo, luego se revirtió, aun así, el tipo de cambio fijo del dólar estaba cayendo, lo que reflejaba los crecientes temores de devaluación. Estos temores se fortalecieron a medida que las monedas comenzaron a flotar o revalorizarse frente al dólar.

Cuando los mercados de activos abrieron el lunes 16 de agosto, los comerciantes saludaron la nueva política económica con entusiasmo. Las tasas de interés de EE. UU. cayeron y los precios de las acciones subieron. Muchos de los mercados de divisas en el extranjero estaban cerrados, pero en los Estados Unidos y, más tarde, en los mercados extranjeros, el dólar se depreció frente a la mayoría de las monedas. Con la excepción del dólar canadiense.

El yen japonés estaba en el otro extremo; se revalorizó aproximadamente un 5 por ciento inicialmente y aumentó un 10 por ciento a finales de septiembre a pesar de mucha intervención del Banco de Japón. Entre diciembre de 1970 y julio de 1971 el índice ponderado de comercio de la tasa de interés real de los Estados Unidos se contrajo aproximadamente un 3%, entre julio y diciembre de ese año 1971 descendió otro 6.5%, de forma que en el total del año se **devaluó cerca de un 9.4%**.

La Ilustración 4 muestra el tipo de cambio real del dólar frente a una cesta de divisas ponderada por el comercio utilizando pesos de la Reserva Federal. Dado que hay pocos cambios de paridad antes de 1971, el tipo de cambio real refleja principalmente los cambios relativos de los precios. Por lo tanto, la Ilustración 4 en su mayor parte duplica la Ilustración 3 hasta 1971. A partir de entonces, las dos ilustraciones difieren donde el tipo de cambio real refleja tanto la devaluación de la tasa de cambio nominal como el cambio en los precios relativos.

*Ilustración 4. Índice de tipo de cambio real del dólar.*



## 7 CRISIS DEL PETRÓLEO

### 7.1 Causas y Razones de la inflación

Aportando un enfoque diferente del que mucha gente piensa, la hiperinflación sufrida en la crisis del petróleo puede que no esté enteramente relacionada con los problemas en las cadenas de suministro. Por lo que, si bien es cierto que estos problemas de suministro pueden ir en una corriente de incremento de precios, pueden resultar consecuencias o factores por los que la inflación puede incrementarse, pero como veremos a continuación, quizá no fuese la única razón del aumento de los precios

Esta inflación descontrolada a la que se le une la recesión viene dada por otros factores los cuales se pueden producir conjuntamente o por separado. Estamos hablando de que al ser la **inflación un fenómeno monetario**<sup>8</sup>, esta, puede darse por las tendencias y políticas monetarias adoptadas por los bancos centrales y por los “*policymakers*”<sup>9</sup>. Además, otro aspecto fundamental es que gran parte de este periodo hiperinflacionista, pudo ser generado a consecuencia de las decisiones políticas. Decisiones que se basaron en la expansión económica mediante el incremento de la deuda y la cantidad monetaria, con los planes, pactos y políticas adquiridas en las famosas reuniones de Bretton Woods.

Una de las razones por las que la inflación es un fenómeno monetario en el medio y largo plazo es que el **dinero no es neutral**<sup>10</sup>. Esto se produce como nos muestra (Hume 1741) ya que, debido a que hay un período en el que el nivel de precios aumenta menos rápidamente que la oferta monetaria (lo que produce un auge de la producción), debe haber un período en el que el nivel de precios aumente más rápidamente que la oferta monetaria (eliminando el exceso de saldos monetarios de tal manera que se mantenga la neutralidad a largo plazo). Durante este último período, la inflación está por encima de su estado estacionario, mientras que la producción está disminuyendo, lo que corresponde a un período de estanflación. Pudiendo esto verse debido a la diferencia en la velocidad de circulación del dinero<sup>11</sup>, donde como argumenta (Friedman 1957), la velocidad del dinero no es constante debido a factores de innovación tecnológica, hábitos de gasto y políticas gubernamentales, entre otros.

---

<sup>8</sup> La idea principal que realiza Milton Friedman detrás de esta afirmación es que el exceso de dinero en manos del público aumenta la demanda agregada en la economía, lo que a su vez presiona al alza los precios. En otras palabras, cuando las personas tienen más dinero para gastar, tienden a competir por los mismos bienes y servicios, lo que lleva a un aumento en los precios.

<sup>9</sup> Persona o entidad encargada de tomar decisiones y establecer políticas públicas en un gobierno u organización. Su función es diseñar, implementar y gestionar políticas que afectan a la sociedad u organización.

<sup>10</sup> "La no neutralidad del dinero" es la idea de que cambios en la cantidad de dinero en una economía pueden tener efectos reales en la producción y los precios en el medio y largo plazo, en lugar de ser neutrales o sin impacto en la economía (Hume 1741).

<sup>11</sup> Este es un concepto clave en la teoría cuantitativa del dinero, propuesto por el economista Milton Friedman. Representa la frecuencia con la que una unidad de dinero se utiliza en transacciones durante un periodo definido. La ecuación que ilustra el concepto es  $M \cdot V = P \cdot T$ . Siendo M la relación dinámica entre la cantidad de dinero, V la velocidad de este, P el nivel de precios y T la cantidad de bienes y servicios en transacción.

Otra noción incorporaría no solo la característica de que la inflación está por encima de su estado estacionario mientras la producción está cayendo, sino también las características adicionales de que la inflación continúa aumentando después de que la producción haya alcanzado su máximo, y que la producción finalmente cae por debajo del pleno empleo en respuesta a la expansión monetaria inicial.

Esta característica significa que la respuesta de la inflación a los choques monetarios es lenta y la inflación alcanza su punto máximo solo con un largo retraso. Los períodos de mayor inflación ocurren solo después de los períodos de crecimiento monetario máximo y producción máxima.

Esta interpretación parece aún más plausible teniendo en cuenta la agitación financiera y la incertidumbre asociadas con el colapso de Bretton Woods. De hecho, una posible razón de la creciente inflación que data de finales de la década de 1960 pudo ser una consecuencia de la sustitución gradual del patrón de cambio de oro por uno de dinero fiduciario. Del mismo modo, las expectativas inflacionarias tardaron en ajustarse a principios de la década de 1980, cuando Paul Volcker lanzó un nuevo régimen de política monetaria que resultó en una inflación mucho más baja.

Una de las razones de forma general con la que podemos explicar este tipo de fenómenos es que los agentes financieros reaccionan de diferente manera frente a los shocks, e incluso frente a las medidas que se adoptan para frenar los shocks. Esto quiere decir que los ciudadanos reaccionan a diferente velocidad frente a las noticias de cambios para frenar la inflación que los agentes monetarios, y estos lo hacen a diferente velocidad también que los *policymakers*.

Por ello podemos sacar como conclusión que cuando se produce un periodo de estanflación, normalmente frente a las mismas noticias, los picos de inflación y los picos de producción reaccionan en direcciones opuestas. De forma que en estos periodos se generaría alta inflación, a la que se le suma un crecimiento en la producción negativo lo que llevaría a una recesión, o nulo. Resultado, estanflación.

### 7.1.1 La Liquidez

**La liquidez** es una de las mejores maneras para saber si vamos a incurrir en periodos de inflación o si los precios van a subir. Esto lo podemos medir con la tendencia que siga la oferta monetaria, es decir, si nos encontramos con una tendencia ascendente simplemente significa que habrá más dinero en la economía, ya sea por su creación o por la concesión de créditos a menores tipos de interés.

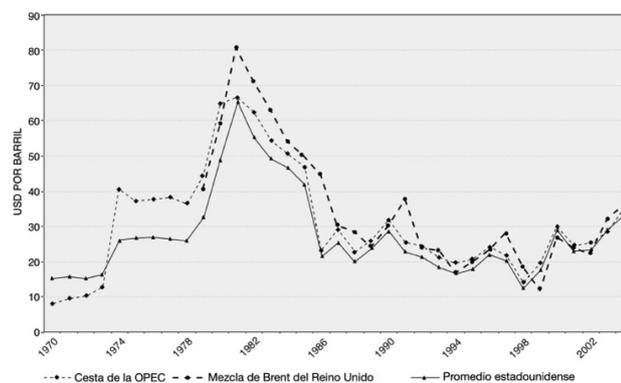
Normalmente esto significa que, al haber más dinero en la economía, los precios van a subir por lo que su valor real disminuirá. Por lo que nos encontraríamos en un periodo de inflación. La disyuntiva de todo esto, es que como los agentes económicos no actúan con igual velocidad y de la misma forma frente a los cambios en las políticas monetarias y fiscales, se puede producir un desajuste por el cual, pese a que luego se intente realizar una política “tightening”, el efecto de subida de precios ya se ha producido de forma que el efecto contractivo llega tarde, y no contrarresta el efecto expansivo.

### 7.1.2 Deflactor del PIB vs IPC

A continuación, vamos a tratar de explicar esta fuerte inflación, poniendo en relación y separando los argumentos relacionados con el **deflactor del PIB y el IPC**. Lo que destacamos aquí es que quizá no es único el argumento de que los problemas de suministro y el aumento del precio provocasen la estanflación. Esto podemos argumentarlo fijándonos en un experimento natural que ocurrió en 1986.

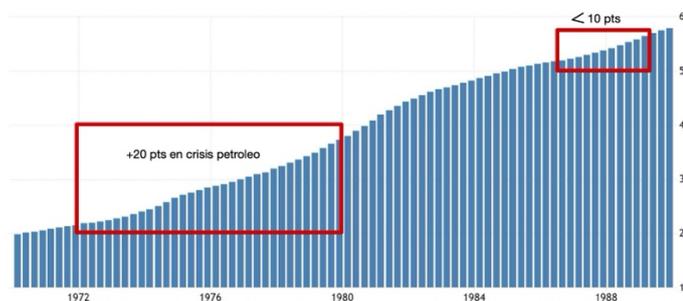
En la crisis del petróleo uno de los argumentos más utilizados para explicarla, fue que como los precios del petróleo subieron la inflación subió, es decir que este fue el principal desencadenante. Esto puede parecer así ya que el precio del petróleo subió, la inflación también, y el deflactor hizo lo propio.

*Ilustración 5. Precios de tres tipos de petróleo en dólares constantes del (1970-2004).*



Fuente 5. Boletín Económico del ICE N° 2820.

*Ilustración 6. Evolución del deflactor del PIB de los EE. UU.*



Fuente 6. Trading Economics.

Sin embargo, atendiendo a la evidencia historia como vemos en la ilustración 5 procedente del informe de (Becerra y Blasco 2004), nos encontramos con el experimento natural de 1986. Hasta esta fecha se produjo una reducción del precio del petróleo, de forma que la inflación bajó, por lo que la pregunta es: si anteriormente el deflactor había seguido la misma tendencia ahora debería hacer lo mismo. Pero aquí, nos encontramos en la ilustración 6 (U. B. Economic 2023) cómo el deflactor del PIB dentro de la silueta roja no varió muy poco (menos de 10 puntos) del 1986 al 1989, por lo que podemos sacar como conclusión que el precio del petróleo puede que no presente una importancia tal en el deflactor del PIB, como para así atribuirle todas las razones de la inflación de 1970.

Por lo que esto nos hace evidenciar que no podemos asegurar en los 70 que por el precio del petróleo se produjese la inflación por que el deflactor se incrementase, si en el 86 esto no ocurrió. De forma que la estanflación de esta etapa histórica pudo ser producidas por las fuertes políticas expansionistas tomadas por el gobierno de los Estados Unidos, sujetos a los acuerdos aprobados en el sistema Bretton Woods.

### 7.1.3 *Naturaleza de los Precios del Petróleo*

Finalmente señalaremos como causa de la inflación, el propio **funcionamiento de los precios del petróleo**, que se dieron en esta época. Después de la Segunda Guerra Mundial, Estados Unidos paso a ser la economía mundial dominante. Por lo que recuperó rápidamente un poder competitivo y de mercado de gran magnitud. En esta época, al ser EE. UU. la superpotencia mundial por excelencia, el funcionamiento del petróleo funcionaba de la siguiente manera.

Los Estados Unidos compraban el petróleo preferentemente al Medio Oriente, y el excedente se lo vendían a Europa. Sin embargo, este control de excedentes lo organizaba una agencia en Texas, agencia que tenía una política de control de beneficios a la baja.

Lo que verdaderamente tiene importancia aquí como vemos en el informe (Graf 2014), es que a partir de los años 60, se empezaron a dar las primeras señas, de que el exceso de gasto por las alianzas de Bretton Woods podían tener consecuencias. Además, en esta época, en vez de adoptar una política contractiva, o algo menos expansiva, se hizo lo contrario. La reserva federal durante los 60 implementó una expansión monetaria sin precedentes, de manera que esto generó que nominalmente la sociedad contase con más dinero.

Así pues, la demanda de petróleo aumentó significativamente por lo que su precio ya empezó a subir considerablemente. Si bien la detención de la producción de los precios del petróleo por parte de la OPEP fue una razón por la cual el precio del petróleo subió, la década anterior y debido a las políticas mencionadas el precio ya estaba subiendo considerablemente, por el amplio aumento de la demanda de este.

Por lo cual, es complejo afirmar que la única razón por la cual los precios del petróleo subiesen fuese la reducción de su producción por parte de la OPEP. Más bien, esto fue un añadido a la verdadera razón del aumento de los precios del petróleo, que pudieron ser las políticas expansivas tanto monetarias con la mayor oferta de dinero, como fiscales con la reducción de tipos de interés favoreciendo el crédito y en consecuencia la liquidez.

## 7.2 Desempleo, Estanflación y Tipos de Interés

Tal y como señala Robert J. Gordon en su análisis (Gordon 2018) Phelps y Friedman estaban en lo cierto. La relación establecida entre la inflación y el desempleo resultó ser inestable con el tiempo. La capacidad de los responsables políticos para controlar cualquier variable "real" demostró ser efímera, lo que incluyó la tasa de

desempleo, que fluctuaba alrededor de su tasa "natural". La idea de un intercambio beneficioso entre la inflación y el desempleo resultó ser una ilusión.

Con el tiempo, a medida que las empresas y los hogares comenzaron a anticipar el aumento de los precios, cualquier relación entre la inflación y el desempleo se volvió menos favorable. Eventualmente, tanto la inflación como el desempleo alcanzaron niveles inaceptablemente altos, dando paso a lo que se conoció como la era de la "estanflación".

En 1964, al inicio de este período, la inflación era del 1% y el desempleo estaba en el 5%. Sin embargo, diez años después, la inflación superó el 12% y el desempleo subió al 7%. Hacia el verano de 1980, la inflación alcanzó casi el 14,5%, mientras que el desempleo superó el 7,5% por ciento.

A pesar de que los funcionarios de la Reserva Federal eran conscientes de la inflación en aumento y de su mandato de lograr pleno empleo y estabilidad de precios, la década de 1970 mostró que la prioridad se inclinaba hacia el pleno empleo, incluso si eso significaba tolerar la inflación. Hubo intentos previos de controlar la inflación sin aumentar el desempleo, como los controles de salarios y precios durante la administración Nixon y el programa "Whip Inflation Now"<sup>12</sup> de la administración Ford (G. Ford 1974), pero estos enfoques resultaron poco eficaces.

A medida que avanzaba la década de 1970, el público esperaba que la política monetaria redujera la inflación, lo que causó descontento generalizado. La inflación se percibía como un problema importante que afectaba negativamente a la economía y la confianza pública en la política gubernamental disminuyó. Sin embargo, una vez que se enfrentaron a una alta inflación y un alto desempleo, los responsables políticos se encontraron en un dilema, ya que combatir el desempleo podría empeorar la inflación y viceversa.

En 1979, Paul Volcker asumió la presidencia de la Junta de la Reserva Federal y se dio cuenta de que era necesario un mayor control sobre la oferta monetaria para reducir la inflación, incluso si eso implicaba temporalmente un aumento en el desempleo. Por su parte, la Reserva Federal comenzó a enfocarse en controlar el crecimiento de las reservas y el dinero, lo que resultó en una desaceleración de la inflación, aunque también en una recesión en 1980.

La lucha contra la inflación continuó, y aunque hubo desafíos económicos, la economía finalmente experimentó un crecimiento sostenido y una mayor estabilidad a medida que se restableció la confianza en la política de baja inflación. Este período también marcó un cambio en la teoría macroeconómica, con un mayor énfasis en las expectativas públicas y la necesidad de políticas coherentes en el tiempo.

Los bancos centrales, incluida la Reserva Federal, ahora reconocen la importancia de mantener la estabilidad de precios como un elemento esencial de la política monetaria. La adopción de objetivos numéricos específicos para la inflación ha contribuido a mejorar la transparencia y reducir la incertidumbre en las decisiones de política monetaria, lo que

---

<sup>12</sup> El programa "Whip Inflation Now" (WIN) fue una iniciativa lanzada por el presidente Gerald Ford en 1974 para combatir la inflación en los Estados Unidos. Promovía la responsabilidad individual y el ahorro, pero no incluía políticas económicas concretas (G. Ford 1974).

se considera fundamental para lograr un crecimiento a largo plazo y el pleno empleo en la actualidad.

De manera que este ajuste constante y tan cambiante de políticas, de facilidades de crédito y restricción de este, generaron un desajuste en el largo plazo. Cada vez que se aplica una política de estos tipos, el valor del dinero en el largo plazo va cambiando radicalmente, creando una senda hacia valores por los cuales con el paso del tiempo el dinero vale menos, por la inflación. Pero si, además, se aplican medidas y políticas que generen todavía más inflación, y contramedidas las cuales distorsionan las expectativas generando fuertes correcciones las cuales dañan el poder adquisitivo, este efecto de pérdida de valor es mayor todavía.

Concluiremos diciendo que por lo que hemos podido ver en todo este apartado, la senda de pérdida de poder adquisitivo y valor del dinero ha estado constantemente en aumento. De forma que un desencadenante común que podemos encontrar, al igual que en los anteriores apartados, pueden ser las decisiones políticas de toma de decisiones de políticas económicas, expansivas y contractivas.

## **8 CRISIS FINANCIERA 2007/08**

### 8.1 Causas

Indudablemente, las causas precisas de la crisis financiera suscitan un debate en curso entre los especialistas en economía. No obstante, existe un amplio consenso en cuanto a los factores que desempeñaron un papel significativo en la misma, si bien las opiniones divergen acerca de su ponderación relativa.

En primer lugar, según un informe de (Adebambo, Brockman y Yan 2015), la Reserva Federal (Fed), en calidad de banco central de los Estados Unidos, anticipando una recesión leve que se inició en el año 2001, implementó un conjunto de medidas que incluyó la reducción de la tasa de los fondos federales, que representa la tasa de interés que los bancos se aplican mutuamente en los préstamos de los fondos federales. Esta tasa se refiere a los saldos mantenidos en una entidad de la Reserva Federal. La mencionada disminución se llevó a cabo en 11 ocasiones, abarcando el período desde mayo de 2000 hasta diciembre de 2001, y culminando en un descenso desde el 6,5 por ciento hasta el 1,75 por ciento.

Esta disminución sustancial permitió a las entidades bancarias ofrecer crédito al consumo a tasas preferenciales, alentándolas a otorgar préstamos incluso a clientes considerados *subprime* o de alto riesgo, aunque a tasas de interés algo más elevadas. Los consumidores aprovecharon esta liquidez para adquirir bienes duraderos, como electrodomésticos, automóviles y, en particular, viviendas. El resultado fue la formación, durante la década de los 2000, de una "burbuja inmobiliaria", caracterizada por un ascenso vertiginoso de los precios de la vivienda por encima de su valor fundamental o intrínseco, impulsado por una especulación excesiva.

En segundo lugar, gracias a modificaciones en la legislación bancaria a partir de la década de 1980, las entidades financieras pudieron ofrecer préstamos hipotecarios a clientes de alto riesgo, los cuales se estructuraron con pagos globales (abonos

inusualmente cuantiosos que vencen al final o cerca del final del período de préstamo) o tasas de interés ajustables (tasas que permanecen estables en niveles relativamente bajos durante un período inicial y, posteriormente, se ajustan, generalmente siguiendo la tasa de fondos federales).

Mientras los precios de la vivienda continuaran incrementándose, los prestatarios de alto riesgo podían salvaguardarse de los pagos hipotecarios elevados mediante la refinanciación, préstamos basados en la apreciación del valor de sus propiedades o la venta de estas con beneficios, con el fin de saldar sus hipotecas. En caso de incumplimiento, los bancos estaban en posición de recuperar la propiedad y venderla por un monto superior al del préstamo original.

En consecuencia, los préstamos de alto riesgo se convirtieron en una inversión lucrativa para numerosas entidades financieras. En este contexto, muchas de ellas promocionaron con energía estos préstamos entre clientes con calificaciones crediticias bajas o con pocos activos, con frecuencia proporcionándoles información engañosa acerca de los riesgos inherentes. Como resultado, la proporción de hipotecas de alto riesgo en relación con el conjunto de las hipotecas experimentó un incremento notable, aumentando del 2,5 por ciento a casi el 15 por ciento anual, desde finales de la década de 1990 hasta el período comprendido entre 2004 y 2007.

En tercer lugar, el auge de los préstamos de alto riesgo se vio impulsado por la práctica generalizada de la titulización. Esta estrategia implicaba la consolidación de cientos o incluso miles de hipotecas de alto riesgo, así como de otras formas de deuda de consumo menos riesgosa, para su posterior venta (o de partes de estas) en los mercados de capitales, bajo la forma de valores (bonos), destinados a otros bancos e inversores, entre los que se incluían fondos de cobertura y fondos de pensiones.

Los bonos que estaban principalmente respaldados por hipotecas recibieron el nombre de valores respaldados por hipotecas (MBS<sup>13</sup>), confiriendo a sus adquirentes el derecho a una parte de los pagos de intereses y capital correspondientes a los préstamos subyacentes (Dixon, Clancy y Kumar 2012).

La venta de hipotecas de alto riesgo como MBS se consideraba una estrategia idónea para que los bancos incrementaran su liquidez y redujeran su exposición a los préstamos de alto riesgo. Paralelamente, la adquisición de MBS se veía como una oportunidad eficaz para que los bancos e inversores diversificaran sus carteras y generaran ganancias. A medida que los precios de las viviendas continuaron su ascenso vertiginoso a principios de la década de 2000, los MBS se volvieron altamente populares, lo que se tradujo en un aumento de sus precios en los mercados de capitales.

En cuarto lugar, en 1999, la Ley Glass-Steagall<sup>14</sup> de la era de la Depresión (1933) experimentó una derogación parcial, permitiendo a las entidades bancarias, empresas de

---

<sup>13</sup> Las MBS (Mortgage-Backed Securities) son inversiones creadas al agrupar hipotecas y emitir valores respaldados por estas. Los inversores reciben pagos basados en los pagos de los prestatarios de viviendas. Fueron un factor importante en la crisis financiera de 2008.

<sup>14</sup> La era de Glass-Steagall abarca desde la aprobación en 1933 hasta su derogación parcial en 1999. Esta ley separó las actividades bancarias y de inversión en Estados Unidos para prevenir conflictos de intereses y proteger la estabilidad financiera. Su derogación parcial en 1999 marcó un cambio significativo en la regulación financiera en ese país.

valores y compañías de seguros ingresar a los mercados mutuos y fusionarse. Esto resultó en la creación de entidades bancarias consideradas "demasiado grandes para caer", es decir, instituciones tan vastas que su fracaso podría amenazar la integridad del sistema financiero en su totalidad.

Además, en 2004, la Comisión de Valores y Bolsa relajó el requisito de capital neto, que representa la relación entre el capital (es decir, los activos) y la deuda (o pasivos), obligatorio para que las entidades bancarias se protegieran contra la insolvencia. Esta medida alentó a los bancos a invertir aún más capital en los MBS. A pesar de que la decisión generó beneficios considerables para las entidades financieras, también dejó sus carteras expuestas a un riesgo significativo, ya que el valor de los activos de los MBS se fundamentó implícitamente en la continuidad de la burbuja inmobiliaria.

Finalmente, y en quinto lugar, el prolongado período de estabilidad y crecimiento económico a nivel mundial que precedió inmediatamente a la crisis, conocido como la "Gran Moderación" y que se inició a mediados y finales de la década de 1980, llevó a numerosos ejecutivos bancarios, funcionarios gubernamentales y economistas estadounidenses a la creencia de que la extrema volatilidad económica era cosa del pasado.

Este sentimiento de confianza, acompañado de una ideología que enfatizaba la desregulación y la autorregulación de las entidades financieras, llevó a la mayoría de ellas a pasar por alto o minimizar las señales evidentes de una crisis inminente. En el caso de los banqueros, esto implicó la continuación de prácticas de préstamo, financiamiento y titulación imprudentes.

### 8.2 Dólar como Reserva Mundial, por endeudamiento de la economía EE. UU.

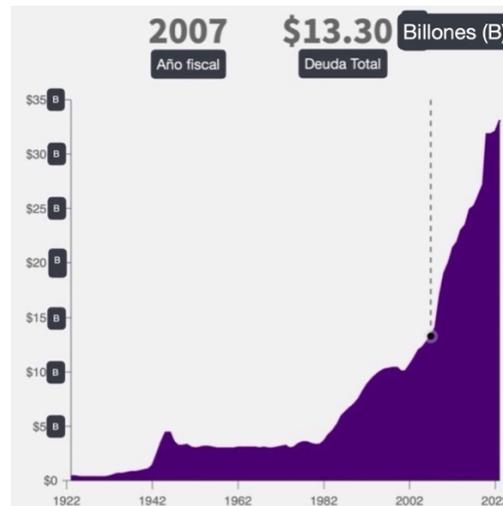
La economía estadounidense es una de las más potentes del mundo, y además cuenta con una ventaja fundamental frente a sus competidores. Esta se basa en que su moneda en la actualidad es la moneda de reserva mundial. Y esto hace creer a muchos que esta dominancia ha permitido a los Estados Unidos vivir más allá de sus posibilidades, tener déficits considerables en cuenta corriente financiados por préstamos del resto del mundo a tasas de interés baratas. Aunque algunos otros países se han irritado por este "privilegio exorbitante" que disfrutaban los Estados Unidos.

Además, en este apartado se pondrá de manifiesto, el inicio de una nueva era donde comienza el ligero cuestionamiento del dólar como moneda potente de reserva en el largo plazo. Todo ello se hará centrándonos y dando un enfoque referido a la crisis financiera, pero sin dejar de visualizar las consecuencias, y las políticas estructurales que se llevaron a cabo a las cuales podemos referenciar en algunos problemas de la actualidad, y que pueden llevarnos a una crisis de deuda.

Indudablemente, la circunstancia que merece análisis reside en el hecho de que una nación económicamente próspera, como lo es los Estados Unidos, haya registrado un histórico déficit en su cuenta de balanza de pagos, al convertirse en receptor neto de inversión procedente de países de ingresos medios, destacando China. Este fenómeno ha sido ampliamente considerado como un paradigmático ejemplo de los desequilibrios de carácter global que imperan en el ámbito económico.

Estos flujos financieros, en contraposición a las predicciones emanadas de los modelos económicos convencionales, que postulan que el capital debería fluir desde las economías más acaudaladas hacia las más necesitadas, han suscitado una llamada unánime a la reformulación de los pilares financieros mundiales, acompañado de una revaluación de las funciones y la significación relativa que ostentan diversas monedas en calidad de reservas internacionales.

*Ilustración 7. Deuda de EEUU ajustada a la inflación, en dólares de 2023.*



Fuente 7. U.S Treasury Bolletin.

En este contexto, la crisis financiera global que se desencadenó durante el período 2007-2009, cuyos efectos aún reverberan en la economía a nivel global, ha agudizado la especulación acerca de la posibilidad inminente, si no inevitable, de una eventual decadencia del dólar estadounidense como la moneda de referencia preponderante en el sistema financiero internacional.

Sin embargo, en la ilustración 7 (Government 2023) podemos observar claramente como la deuda de este país no hace más que aumentar, y no parece ser únicamente como algo sustancial para paliar los efectos de la crisis financiera, sino que presenta una tendencia claramente alcista por la que podemos pensar que esto podría ser algo estructural.

Aun así, en esta crisis todavía la moneda estadounidense como moneda de reserva mundial no se vio en peligro, a pesar incluso de los niveles de deuda que se estaba acometiendo por parte de los Estados Unidos. De esta forma, a pesar de la creciente emisión de bonos de deuda federal de los Estados Unidos, ha ocurrido un fenómeno notable en el que los inversores extranjeros han mantenido un constante incremento en su participación en la fracción de esta deuda que se considera “privada” (aquella que no está bajo propiedad de otras instancias gubernamentales de los Estados Unidos o de la Reserva Federal).

Esta proporción actualmente asciende al 56 por ciento. En este contexto, se plantea la interrogante sobre cómo ha ocurrido este fortalecimiento del dólar como moneda de reserva preeminente, lo que en apariencia contradice las expectativas convencionales. La cuestión central que surge es la de la sostenibilidad de esta situación.

A continuación, analizaremos el **rápido camino que se trató de llevar hacia la seguridad económica y financiera**. Indiscutiblemente, uno de los fenómenos notables en la evolución de la economía global en el último decenio y medio reside en la ascendente prominencia que han adquirido las economías de mercado emergentes. Estas economías, encabezadas por potencias como China e India, han contribuido de forma significativa al crecimiento del Producto Interior Bruto mundial durante este período.

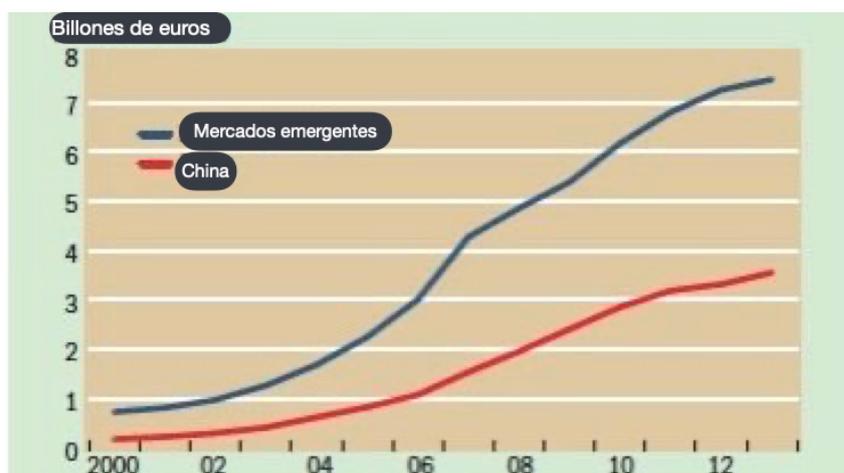
Es relevante observar que estas economías emergentes han demostrado la capacidad de reconfigurar la estructura de sus obligaciones externas, alejándose de la deuda convencional en favor de fuentes de capital más sólidas y estables, como la inversión extranjera directa.

No obstante, a medida que han disminuido su vulnerabilidad ante crisis cambiarias, estas economías se encuentran ahora expuestas a nuevos riesgos derivados del incremento de las entradas de capital, entre ellos el riesgo inflacionario y la volatilidad en los mercados de activos. La crisis financiera mundial, de hecho, desafió las suposiciones tradicionales acerca de la cantidad de reservas internacionales necesarias para protegerse de los efectos secundarios de las crisis globales.

Incluso naciones con considerables reservas se vieron en la coyuntura de agotarlas velozmente durante el apogeo de la crisis, cuando procuraban preservar la estabilidad de sus monedas. En el punto más álgido de la crisis, alrededor de ocho meses, gran parte de las economías que fueron objeto de análisis registraron pérdidas de entre un cuarto y un tercio de sus reservas internacionales (Roubini y Mihm 2011).

Ciertamente, el fenómeno que requiere análisis radica en el crecimiento sostenido de la apertura financiera y la consiguiente exposición a la volatilidad inherente a los flujos de capital. Este contexto ha suscitado una creciente demanda de activos financieros que ofrezcan un grado mínimo de protección del capital invertido y que presenten, además, un alto grado de liquidez, es decir, la capacidad de ser fácilmente convertidos en efectivo.

*Ilustración 8. Reservas de divisas de economías de mercados emergentes*



Fuente 8. U.S Treasury Bolletín.

En este escenario, las economías de mercado emergentes han encontrado una motivación sin precedentes para acumular reservas de divisas en una magnitud considerable, como medida preventiva frente a las posibles consecuencias derivadas de las fluctuaciones de los flujos de capital. De hecho, desde el año 2000, las economías emergentes han experimentado un aumento acumulado en sus reservas de divisas de aproximadamente 6,5 billones de dólares, siendo China responsable de cerca de la mitad de este incremento como vemos en la ilustración 8 (IMF 2013).

Adicionalmente, varias de estas naciones, junto con algunas economías avanzadas notables, entre las que se incluyen Japón y Suiza, han intervenido activamente en los mercados de divisas mediante la adquisición de monedas extranjeras con el propósito de limitar la apreciación de sus propias monedas, lo que a su vez protege su competitividad en términos de exportación. Cabe destacar que esta intervención en los mercados de divisas conlleva, de manera inherente, a la acumulación de reservas de divisas, las cuales deben necesariamente ser invertidas en activos seguros y altamente líquidos, con mayor frecuencia bonos emitidos por gobiernos.

Este enfoque de inversión ha impulsado la demanda por activos seguros, fenómeno que se ha visto reforzado por la implementación de reformas regulatorias que exigen que las instituciones financieras mantengan activos seguros y líquidos como colchón protector ante eventos financieros adversos. A este ya mencionado contexto se suma el hecho de que, durante períodos de inestabilidad financiera a nivel global, los inversionistas privados a escala internacional también han manifestado un marcado interés en la adquisición de activos de esta índole.

Este entrelazamiento de factores ha dado lugar a un desequilibrio, en tanto que la demanda creciente de activos seguros ha superado a la oferta disponible. Dicho desequilibrio se sustenta en la crisis financiera, que ha arrojado dudas sobre la percepción de que los valores emitidos por el sector privado, incluso aquellos provenientes de corporaciones e instituciones financieras con sólida reputación, puedan ser considerados como activos seguros. Simultáneamente, los bonos gubernamentales emitidos por economías de gran relevancia, como la eurozona, Japón y el Reino Unido, también han experimentado un grado mayor de inestabilidad tras la crisis.

Esto se debe a las perspectivas de crecimiento debilitadas y a la carga significativa de deuda pública que enfrentan estas economías. En este contexto, el gobierno de los Estados Unidos ha consolidado su posición como el principal proveedor global de activos seguros, respaldado por la profundidad de sus mercados financieros y el incremento en la deuda pública, reforzando así su papel predominante en esta categoría de inversiones de alto valor y seguridad.

En la actualidad, surge la interrogante sobre la lógica de que otros países adquieran una cantidad cada vez mayor de deuda pública de los Estados Unidos y la consideren segura, a pesar del significativo aumento en la emisión de esta deuda, lo que podría poner en riesgo la solvencia fiscal de los Estados Unidos. La alta proporción de propiedad extranjera de esta deuda plantea la posibilidad tentadora de que los Estados Unidos reduzcan sus obligaciones simplemente imprimiendo más dólares, lo que, en última instancia, disminuiría el valor real de esta deuda, equivalente a un incumplimiento tácito de su compromiso con los inversores extranjeros.

Sin embargo, esta acción, aunque atractiva en el corto plazo, resulta poco recomendable, ya que provocaría un aumento de la inflación y afectaría tanto a los inversores estadounidenses como a la economía en su conjunto. En este contexto, existe un delicado equilibrio político interno que motiva a los inversores extranjeros a mantener la confianza en que los Estados Unidos no manipularán el valor de sus tenencias de bonos del Tesoro mediante una inflación desmedida.

Los poseedores nacionales de deuda estadounidense, como jubilados, fondos de pensiones, instituciones financieras y compañías de seguros, constituyen una influyente base política capaz de imponer un considerable costo político al gobierno en ejercicio si la inflación experimentara un incremento abrupto. Esto brinda a los inversores extranjeros un grado de seguridad en cuanto a la preservación del valor de sus inversiones en los Estados Unidos.

Sin embargo, los países de mercados emergentes se sienten frustrados por su dependencia de los activos en dólares para situar la mayoría de sus reservas, especialmente debido a que las tasas de interés de los bonos del Tesoro apenas han mantenido el ritmo de la inflación en un período prolongado. Esta frustración se ve exacerbada por la perspectiva incierta de que, a pesar de su posición como moneda de reserva dominante, el dólar probablemente perderá valor a largo plazo.

Otro aspecto por considerar es si existe un competidor viable en el panorama económico mundial. Existen ventajas tangibles e intangibles para una nación cuya moneda ostenta la condición de moneda de reserva. Además del prestigio inherente a esta distinción, esto se traduce en acceso a financiamiento económico en moneda nacional y la obtención de ingresos señoriales, que constituyen la diferencia entre el poder adquisitivo de la moneda y su costo de producción, que pueden ser extraídos de los titulares nacionales e internacionales de dicha moneda.

Sin embargo, las economías avanzadas carecen en gran medida de los mercados financieros suficientemente desarrollados y, en el caso de Europa y Japón, enfrentan perspectivas de crecimiento a largo plazo relativamente débiles y niveles de deuda pública ya elevados. En consecuencia, es improbable que estas monedas recuperen su estatus histórico en el corto plazo.

Si bien el renminbi<sup>15</sup> chino ha sido objeto de considerable atención como un potencial competidor del dólar, limitaciones en el desarrollo de su mercado financiero y en la estructura de sus instituciones políticas y legales hacen improbable que el renminbi asuma un papel principal como activo de reserva al cual los inversores extranjeros, incluyendo otros bancos centrales, recurrirán para resguardar sus fondos. En el mejor de los casos, el renminbi erosionará, pero no desafiará de manera sustancial la posición predominante del dólar. Además, ninguna otra economía de mercado emergente está en posición de elevar sus monedas al estatus de moneda de reserva, y mucho menos de rivalizar con el dólar.

Por supuesto, la supremacía del dólar como reserva de valor no necesariamente se traduce en una supremacía continua en otros aspectos. Con el tiempo, es probable que las

---

<sup>15</sup> El renminbi (RMB) es la moneda oficial de la República Popular China, con el yuan (CNY) como su unidad básica. Conocido como el "dinero del pueblo" en chino, el renminbi se utiliza en la vida diaria en China y es una moneda importante en transacciones globales y reservas internacionales.

funciones del dólar como medio de intercambio y unidad de cuenta se erosionen. Los avances tecnológicos y los cambios en el mercado financiero que facilitan las transacciones internacionales en otras monedas están disminuyendo la necesidad del dólar en estas funciones. En este sentido, China ha establecido acuerdos bilaterales con varios de sus principales socios comerciales para llevar a cabo transacciones comerciales en sus respectivas monedas.

Del mismo modo, no existe una razón sólida para que los contratos de productos básicos, como el petróleo, sigan denominándose y liquidándose exclusivamente en dólares. Sin embargo, debido a que los activos financieros denominados en dólares estadounidenses, especialmente los valores del gobierno de los Estados Unidos siguen siendo la opción preferida para los inversores en busca de seguridad en sus inversiones, la posición del dólar como la reserva de valor predominante en el mundo permanece sólida en el futuro previsible.

En la actualidad, inversores tanto oficiales como privados de todo el mundo se han vuelto dependientes de los activos financieros en dólares estadounidenses debido a la falta de alternativas que ofrezcan la misma escala y profundidad de los mercados financieros de los Estados Unidos. Los valores del Tesoro de los Estados Unidos, que representan la deuda emitida por el gobierno estadounidense, continúan siendo considerados los activos financieros más seguros a nivel global. Ahora que los inversores extranjeros, incluyendo los bancos centrales foráneos, han acumulado considerables inversiones en estos valores y otros activos denominados en dólares, tienen un fuerte incentivo para evitar la depreciación abrupta del dólar.

Además, no existen monedas o inversiones alternativas que proporcionen un nivel similar de seguridad y liquidez en las cantidades demandadas por los inversores. De ahí proviene la existencia de la “trampa del dólar”. La singularidad de los Estados Unidos en los mercados financieros globales se deriva no solo del tamaño de su economía, sino también de sus instituciones, tales como su sistema democrático de gobierno, instituciones públicas sólidas, mercados financieros desarrollados y un marco legal robusto, que, a pesar de sus imperfecciones, continúan estableciendo estándares globales.

A pesar de la utilización prolongada de políticas monetarias no convencionales por parte de la Reserva Federal, los inversores en todo el mundo parecen confiar en que esta entidad no permitirá que la inflación se descontrole y cause la depreciación del dólar. En última instancia, escapar de la trampa del dólar requeriría reformas sustanciales tanto en los aspectos financieros como institucionales en los países que aspiran a erosionar la supremacía del dólar.

Finalmente, se requerirían reformas significativas en la gobernanza global para reducir la demanda de activos seguros al proporcionar redes de seguridad financiera más efectivas para las naciones, eliminando así la necesidad de acumular reservas de divisas como una forma de autoseguro contra crisis monetarias y financieras.

En resumen, el dólar continuará siendo la moneda de reserva preeminente durante un futuro previsible, principalmente debido a la falta de alternativas viables que puedan ofrecer los mismos beneficios y seguridad.

## EMISIÓN DE DEUDA ACTUAL: ¿CAMINO HACIA UNA FUTURA CRISIS?

### 9 EL DESAFÍO DE DEUDA EN LOS EE. UU.

Los Estados Unidos de América, a lo largo de su historia económica, han confrontado diversas vicisitudes financieras y económicas. No obstante, en las últimas cuatro décadas, ha surgido un problema de gran envergadura que arroja una amenaza concomitante a la estabilidad económica doméstica y a la posición de preeminencia internacional de la nación. Nos referimos a la espiral alcista de la deuda pública, la cual ha mantenido una trayectoria ascendente ininterrumpida desde 1981, alcanzando niveles sin parangón en la historia de los Estados Unidos.

A pesar de que los años recientes han estado mayoritariamente marcados por la ausencia de conflictos bélicos a excepción del estallido de la guerra de Ucrania en 2022 (guerra donde aun así los Estados Unidos no participan de manera directa), la magnitud de la deuda acumulada en este período carece de precedentes. Este fenómeno ha pasado inadvertido para una porción significativa de la población, en gran medida debido a las reducidas tasas de interés que han amortiguado el impacto de la deuda sobre las finanzas públicas, durante los años precedentes a la COVID-19 y para su recuperación (McBride, Chatzky y Siripurapu 2020).

Sin embargo, esta aparente placidez en términos de riesgo económico es engañosa, dado que los elevados niveles de deuda, los cuales crecen vertiginosamente en relación con el Producto Interno Bruto (PIB), ejercen una influencia latente sobre la economía, ralentizando el crecimiento y erosionando los niveles de bienestar en un plazo prolongado.

El epicentro de esta problemática radica en el hecho de que la deuda pública atrae los recursos financieros del sector privado hacia los títulos de deuda emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos, destinados en su mayoría a sufragar las obligaciones gubernamentales existentes, en detrimento de la promoción de nuevas iniciativas en el ámbito empresarial y económico. Esta senda, aunque frecuentemente subestimada, ejerce un impacto sustancial en la capacidad del país para innovar, invertir y generar riqueza.

Sin embargo, las implicancias van más allá del ámbito económico *per se*. Un crecimiento incesante de la carga de deuda plantea la amenaza de socavar la confianza en la moneda estadounidense, cuestionando el papel de liderazgo mundial de los Estados Unidos y elevando los costos de financiamiento tanto para las actividades públicas como privadas en los mercados internacionales.

De manera inquietante, se vislumbra la posibilidad de que las calificaciones de la deuda soberana de EE. UU. experimenten un descenso (como ya lo han hecho por la recalificación de Moody's) si los inversores llegaran a perder la fe en la capacidad del gobierno para mantener el financiamiento de la deuda, lo que redundaría en tasas de interés aún más elevadas que las actuales y un ciclo vicioso de incremento de la deuda.

A su vez, la responsabilidad de financiar esta deuda se hará cada vez más patente para los inversores nacionales, a medida que los inversionistas extranjeros, en particular

de naciones como China y Japón, diversifiquen sus carteras de inversión, alejándose de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos. Esto suscita preguntas acerca de la sostenibilidad de la deuda y sus consecuencias para la seguridad económica de la nación.

Por consiguiente, el desafío de la deuda en los Estados Unidos representa una cuestión compleja y multifacética, que abarca desde el dominio económico hasta la geopolítica. El presente trabajo se adentrará en detalle en las distintas dimensiones de esta posible crisis financiera, explorando las implicancias a corto y largo plazo de una deuda que perpetúa su expansión y los factores demográficos que la agudizan, así como los posibles escenarios que podrían dar lugar a una crisis fiscal en la nación.

## **10 RAZONES PARA PENSAR EN UNA POSIBLE CRISIS**

Desde la llegada de la crisis pandémica mundial de la COVID-19, el mundo ha sufrido cambios drásticos en todos los aspectos, tanto económicos como sociales y culturales. Además, estos han provocado que se modifique el crecimiento y las condiciones de este en el largo plazo. Cuando en una sociedad económica se realizan cambios de manera brusca, y en algunos casos cambios sin precedentes, pueden provocar un shock inicial y unas consecuencias inciertas finales.

En este apartado vamos a centrarnos en los cambios económicos que se han realizado en la sociedad, el punto de referencia será la economía estadounidense, ya que esta economía es la referencia de las grandes economías. A su vez, estudiaremos algún caso concreto de situaciones y consecuencias económicas de grandes zonas económicas como Europa, o China. Pero siempre tomando como referencia la economía estadounidense.

En el año 2020 se produjo un acontecimiento sanitario el cual irrumpió de golpe en las diferentes sociedades del mundo entero, la COVID 19. Consistió en un virus mortal el cual se extendió por todas las partes del mundo, sin excepción, llegando así a convertirse en una pandemia. Tal fue la gravedad que las medidas que se tomaron para frenarlo fueron tan drásticas como obligar a la ciudadanía a permanecer en sus domicilios durante meses, o en casos como los de china con aperturas y cierres de manera paulatina hasta inicios de este mismo año 2023.

En términos económicos esto supuso un freno a la demanda de manera drástica y sin precedentes, lo que dio lugar a un posterior descenso de la producción y en consecuencia a un aumento del desempleo. Una vez finalizado este periodo de clausura en los dos gigantes geográficos económicos, Europa y EE. UU., la población tenía ciertas reticencias a la hora de consumir de la misma manera que antes.

Por lo que la mayor parte de los bancos centrales se decidió llevar a cabo políticas expansivas, monetarias con la reducción de los tipos de interés (llegando a estar próximo a cero o incluso negativos) y fiscales con aumento del gasto público en base a ayudas directas y a fondo perdido para las familias.

El objetivo de lo anterior no fue otro que volver a tener los niveles de demanda registrados antes de la pandemia. Esto, en cierto modo logró conseguirse y parecía que durante todo el año 2022 habría un crecimiento constante en función de las políticas tomadas. Pero lo cierto es que no se tenía en consideración que las familias estaban

consumiendo con unos recursos que no habían producido y que no tenían que devolver, tratando así la pandemia como una crisis puntual y sin consecuencias.

Además, a inicios del año 2022 se desencadenó la guerra entre Rusia y Ucrania. Guerra con un peso importante en la inestabilidad de precios de materias primas y de energía, incrementándose su precio de manera constante hasta finales de ese mismo año. El objetivo de retomar el consumo implicó, asimismo, que se recalentase la economía y que existiesen y en algunos casos sigan existiendo niveles de inflación e inflación subyacente muy por encima de su límite, es decir, el precio de los productos muy altos, con la pérdida de poder adquisitivo y de valor del dinero que esto lleva consigo.

Por todo lo anterior, la situación actualmente está dominada por la incertidumbre constante, ya que desde inicios de año para tratar de frenar los niveles de inflación que se estaban dando, las autoridades monetarias optaron por deshacer las políticas monetarias expansivas, subiendo en gran cuantía los tipos de interés en un corto periodo de tiempo. De forma que el objetivo es que se frene la demanda y el consumo, que podría tener como consecuencia la disminución de la producción lo que conllevaría un aumento del desempleo, es decir, frenar la economía de forma artificial y premeditada.

La cuestión final es que, si bien es cierto que las medidas que se están llevando a cabo tratan de frenar la economía, las consecuencias que se preveían por parte de las autoridades monetarias que iban a tener, están bastante alejadas de la realidad. O por lo menos no se están ajustando a las perspectivas previstas por las autoridades económicas.

Hoy en día algo muy común en noticias, periódicos y diferentes medios de comunicación, es el llamado *soft landing*<sup>16</sup>. Concepto que hace referencia a tratar de volver a niveles económicos vistos antes de la pandemia, por la vía más suave, sin provocar una recesión o sin que se tengan que adoptar medidas contractivas económicas importantes.

Por lo que en este apartado trataremos de analizar, la posibilidad de este “soft landing”. Esto es ya que puede que la Reserva Federal estadounidense vaya a mantener los tipos de interés altos para tratar de frenar la economía hasta entrados 2024, y que no los vaya a reducir hasta que vea que la economía se desacelera considerablemente. Una vez que esto ocurra, la reserva federal podrá empezar a reducir tipos de interés, aunque existe el riesgo de que cuando esto ocurra pueda ser tarde y aparezca una recesión.

A continuación, se aportarán algunas razones y patrones identificados por las que el “soft landing” podría fracasar, y antes o después podría la economía entrar en una recesión.

### 10.1 Índice de Gestión de Compras (ISM Manufacturero y de Servicios)

---

<sup>16</sup> Concepto en inglés que se refiere a una desaceleración económica sostenida y sin fuertes consecuencias para los ciudadanos, es español “aterizaje suave”.

Podemos encontrar dos tipos de índices de este tipo, el Índice de Gestión de Compras (ISM) Manufacturero<sup>17</sup> y el ISM de Servicios<sup>18</sup>. Ambos tienen una medición de sus resultados similar pero sus consecuencias son algo diferentes.

Los Índices de Gestión de Compras, comúnmente conocidos como índices ISM, son herramientas fundamentales en el campo de la economía y la gestión empresarial. Estos se utilizan para evaluar y monitorear la salud y el rendimiento de sectores clave de la economía, como el sector manufacturero y el sector de servicios en la gran mayoría de países. Los ISM ofrecen una visión profunda de la actividad económica, basándose en la recopilación y análisis de datos obtenidos a través de encuestas a gerentes de compras y profesionales de la industria.

Estos indicadores desempeñan un papel crítico en la toma de decisiones económicas, tanto en el ámbito empresarial como en el gubernamental, y su comprensión es esencial para una amplia gama de profesionales, desde economistas hasta inversores y responsables de políticas monetarias. En esta introducción académica, exploraremos en detalle los ISM, su metodología, su importancia y cómo estos índices influyen en la comprensión de la economía y la toma de decisiones estratégicas.

En este caso nos vamos a centrar en el manufacturero, el cual ha estado por debajo del nivel 48 durante ocho meses consecutivos, un patrón que sólo ha ocurrido durante todos los aterrizajes forzados anteriores en los últimos 55 años. Si bien los inversores suelen tener poca memoria, hay pruebas sustanciales que apuntan a una posible repetición de la siguiente tendencia (Costa y Bloomberg 2023):

- Inversiones severas en la curva de tipos
- El posible efecto rezagado del ajuste monetario más pronunciado en décadas
- El estrecho liderazgo en el mercado de valores
- Un aumento significativo del coste de la deuda
- Los precios del petróleo se acercan a los 90 dólares por barril

Los fundamentos corporativos ya se están contrayendo. Mientras tanto, los mercados financieros siguen siendo excesivamente complacientes, con diferenciales de crédito en niveles históricamente bajos y valoraciones exorbitantes en el mercado de valores en general. Esto lo podemos ver en la siguiente imagen.

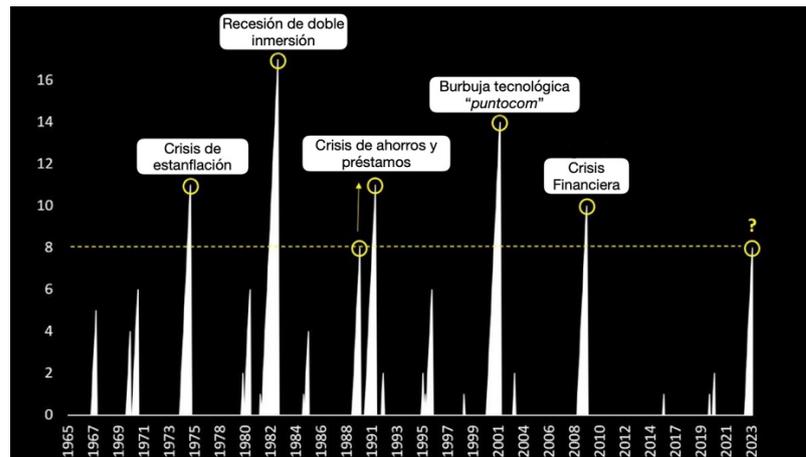
---

<sup>17</sup> El Índice de Gestión de Compras (ISM) Manufacturero es una medida económica que evalúa la salud del sector manufacturero en Estados Unidos. Se basa en encuestas realizadas a gerentes de compras de empresas manufactureras y mide la actividad empresarial, incluyendo la producción, el empleo, los pedidos, los inventarios y los precios. Un valor por encima de 50 indica expansión en el sector manufacturero, mientras que un valor por debajo de 50 sugiere contracción. El ISM Manufacturero es un indicador clave que proporciona información sobre la dirección de la economía y puede influir en las decisiones de política monetaria.

<sup>18</sup> El ISM de Servicios es similar al ISM Manufacturero, pero se centra en el sector de servicios, que incluye actividades como la atención médica, la educación, la hostelería y otros servicios no manufactureros. También se basa en encuestas a gerentes de compras y mide la actividad empresarial en el sector de servicios. Al igual que el ISM Manufacturero, un valor por encima de 50 indica expansión en el sector de servicios, mientras que un valor por debajo de 50 sugiere contracción. El ISM de Servicios es importante porque el sector de servicios representa una parte significativa de la economía de Estados Unidos.

## Crisis del Siglo XX y su Impacto en la Futura Crisis de Deuda Pública

Ilustración 9. ISM Manufacturero de EE. UU.: meses consecutivos por debajo de 48.



Fuente 9. (Bloomberg y Costa 2023)

La ilustración número 9 muestra los meses consecutivos que ha estado el ISM manufacturero por debajo de 48, a lo largo del periodo seleccionado, de forma que como podemos ver en el gráfico llevamos 8 meses consecutivos por debajo de dicho nivel. Siempre que ha estado tantos meses consecutivos superando de manera constante la línea discontinua ha habido una crisis. De forma que por lo que podemos ver en la ilustración, podríamos estar ante una señal de futura crisis.

### 10.2 CDS y la Curva de Tipos Invertida

La curva de tipos de interés es un concepto económico que nos da una imagen muy clara de la percepción por parte de los agentes económicos de la incertidumbre que encontramos en el corto, medio y largo plazo. Por su parte, los CDS<sup>19</sup> (Credit Default Swap) están relacionados con la curva de tipos en el sentido implícito, ya que este instrumento financiero nos muestra una “cobertura” frente al posible impago de las obligaciones. Por lo que la relación la encontramos en tanto en cuanto la curva de tipos esté invertida (incertidumbre en el corto plazo), los CDS tenderán a subir, y viceversa.

En el análisis de gráficos, hemos de tener en cuenta que estas son dos de las medidas en las que los acreedores y el mercado más se basan a la hora de determinar la confianza en los propios mercados. Actualmente los CDS están, como en la ilustración 10 (Bloomberg, CDS Spread 2023), sufriendo un crecimiento sostenido claro a lo largo del gráfico. Esto indica que la confianza que se tiene hacia la economía estadounidense es menor, por su mayor riesgo de posibles impagos, lo que hace que el rendimiento de los CDS suba notoriamente.

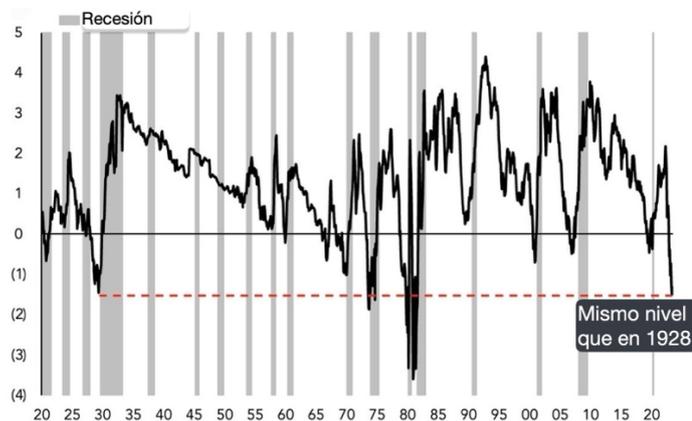
<sup>19</sup> Se refiere a un contrato financiero en el que una parte paga una prima periódica a cambio de protección contra el riesgo de incumplimiento de un bono, préstamo u otro instrumento financiero. Si el emisor del bono o prestatario incumple (por ejemplo, no puede pagar su deuda), la parte que posee el CDS recibe una compensación o pago de protección.

Ilustración 10. Evolución de la expansión de los CDS en EE. UU.



Fuente 10. Bloomberg Finance.

Ilustración 11. Diferencial de rendimiento del Tesoro de EE. UU. de 10 años y 3 meses; recesiones de EE.UU.



Fuente 11. National Bureau of Economic Research.

La ilustración 11 (NBER 2023 "A"), está presentando el estado de la curva de tipos de interés<sup>20</sup> a lo largo del periodo 1920-2022. La curva de tipos de interés analiza las previsiones de riesgo conforme a un plazo determinado, en este caso nos encontramos la de las previo de riesgo a 10 años, con la previsión a 3 meses. El funcionamiento es el siguiente.

Teóricamente se presupone que el riesgo lo encontramos en el largo plazo, ya que no sabemos qué nos va a deparar el futuro en un plazo de diez años, consecuentemente el tipo de interés o riesgo de nuestra inversión en ese periodo será mayor, es decir el tipo de interés será mayor. Por el contrario, en el corto plazo, aunque no sepamos con una precisa exactitud que va a suceder, más o menos, podemos predecir cómo se va a comportar nuestra inversión en un plazo de tres meses, de forma que el rendimiento de esta inversión o riesgo será menor, por su menor incertidumbre.

<sup>20</sup> La "curva de tipos de interés", también conocida como "curva de rendimiento", es una representación gráfica que muestra la relación entre los tipos de interés (rendimientos) y los plazos de vencimiento de los valores financieros, como bonos o pagarés del gobierno. En otras palabras, muestra cómo los rendimientos de los valores financieros varían en función del tiempo que falta para su vencimiento.

Para calcular la curva de tipo de interés, únicamente hemos de restar el rendimiento o tipo de interés en el largo plazo, menos el rendimiento o tipo de interés en el corto plazo. Al teóricamente ser mayor el riesgo en el largo plazo y menor en el corto plazo, el resultado de la operación será generalmente positivo, lo que nos indica una curva normal.

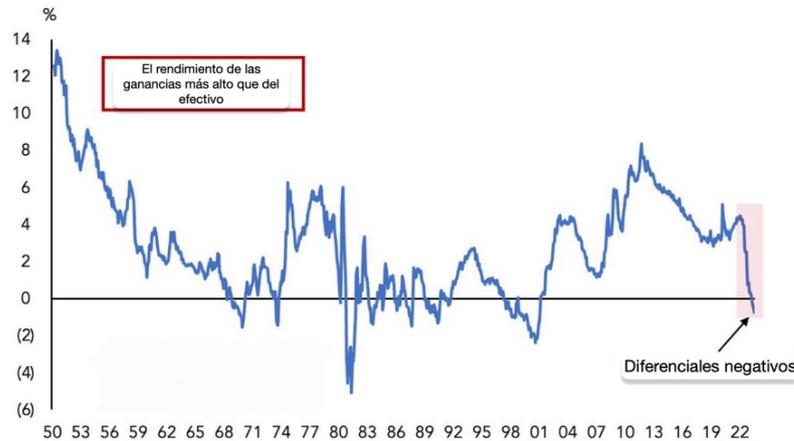
Bien, pues como se aprecia en la ilustración 11, el resultado que da es negativo, es decir la curva de tipos está invertida, es decir, la incertidumbre en corto plazo es mayor que la incertidumbre que hay de por sí en el largo plazo. Esto se produce ya que, al ser la incertidumbre tan alta en el corto plazo, los agentes económicos prevén que en el largo plazo pase esta incertidumbre y en algún momento se vuelva a la normalidad.

Los agentes en esta situación prevén una incertidumbre alta en el corto plazo (posible recesión), y una “estabilidad” en el largo plazo. Uno de los razonamientos si vemos el gráfico, es que la mayor parte de las veces siempre que ha sucedido este hecho ha habido una posterior recesión. Lo curioso de este gráfico es que, en esta ocasión, nos encontramos en los mismos niveles que justo antes del famoso “*crack* del 29” y aunque esto era en niveles de 2022, en la actualidad el dato más llamativo lo tenemos en que, esta inversión de la curva de tipos ha permanecido más de 200 días, y únicamente tres veces en la historia de la economía estadounidense se ha producido esto, comienzo de 1980 (crisis de deuda), en 2008 (crisis financiera) y en el periodo 2022/2023. Por lo que, aparecen signos de que quizá debamos de prepararnos para una posible recesión.

### 10.3 El rendimiento del efectivo ahora supera al de las acciones

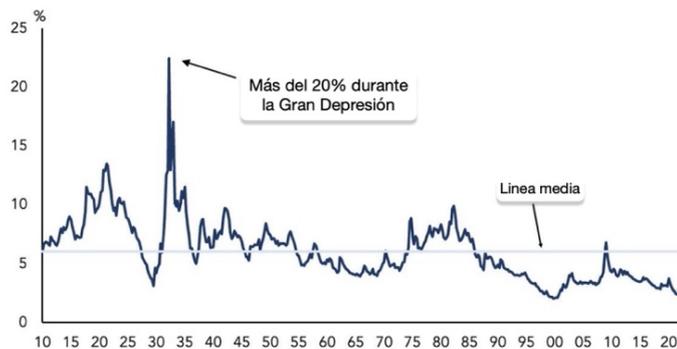
En el siguiente apartado, vamos a hacer referencia a una de las señales del mercado, que más se repiten y más patrones han formado a lo largo de la historia para saber o tratar de intuir cuándo la gran mayoría de acciones han llegado a su máximo. Esto no es más que comparar el rendimiento del propio dinero, con el rendimiento de las acciones, presuponiendo que las acciones puedan tener más rendimiento que el efectivo, de forma que cuando se sostiene durante un periodo prolongado de tiempo lo contrario históricamente hemos atendido a un parón de las acciones, o mejor dicho a que las acciones han llegado a máximos. Como se puede observar ver en la ilustración 12 (NBER y Jones 2023) este patrón se está dando en la actualidad.

Ilustración 12. Rendimiento de las ganancias de S&P 500 menos la tasa de los bonos del Tesoro a tres meses.



Fuente 12. National Bureau of Economic.

Ilustración 13. El rendimiento de las ganancias nominales a 10 años del índice compuesto S&P.



Fuente 13. National Bureau of Economic.

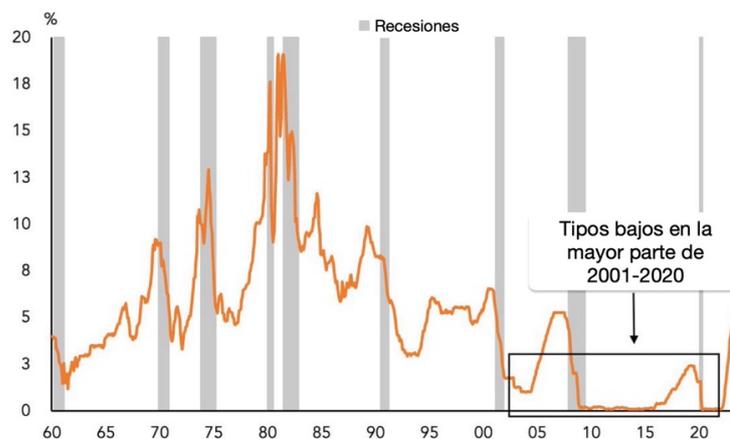
Además, los rendimientos determinan el atractivo de las acciones, esto es lo que llamamos el “earnings-to-price ratio<sup>21</sup>” de una compañía como porcentaje. Por lo que, atendiendo a la evidencia histórica, vemos como en la ilustración 13 (Shiller 2023), el S&P 500 fue más barato después de la Gran Depresión, rindiendo más del 20 %. Vemos también que, en 1932, una inversión de 100 dólares podría generar un beneficio anual de más de 20 dólares, lo que lo convierte en un excelente momento para comprar acciones.

Analizando la ilustración 13, se observa como desde 2001 a 2021, el rendimiento de las ganancias del S&P 500 fue alto en comparación con las tasas a corto plazo, esto fue debido a que la Reserva Federal mantuvo las tasas de interés bajas después de la crisis financiera mundial. De manera que como vemos en la ilustración 14 (NBER 2023 "B") las bajas tasas a corto plazo de 2001 a 2021 alentaron a los inversores a comprar acciones

<sup>21</sup> Relación Precio-Ganancias (Earnings-to-Price Ratio): Este indicador financiero mide la relación entre las ganancias generadas por una empresa y el precio actual de sus acciones en el mercado. Es una herramienta esencial para los inversores que desean evaluar la rentabilidad de sus inversiones en acciones. Un alto "earnings-to-price" ratio indica que estás obteniendo un mayor retorno de inversión en términos de ganancias por cada dólar invertido en acciones de la empresa, mientras que una ratio más bajo puede sugerir que estás pagando proporcionalmente más por cada dólar de ganancias. Sin embargo, este indicador debe ser utilizado en conjunto con otros factores y análisis para tomar decisiones informadas de inversión.

a pesar de las altas valoraciones, ya que el rendimiento de las ganancias del S&P 500 se mantuvo alto.

Ilustración 14. Tasa efectiva de los fondos federales.



Fuente 14. National Bureau of Economic.

Posteriormente, la reserva federal empezó a incrementar significativamente los tipos de interés del 0% al 5% a lo largo del pasado año, causando cambios significativos en los incentivos en cuanto a la inversión. Los inversores aún no se han adaptado, ya que los rendimientos de las ganancias se mantienen en los niveles de la burbuja de las “Punto Com”<sup>22</sup>, indicando que los inversores continúan pagando precios altos por ganancias mínimas.

Por esta cuestión se puede pensar en una caída de los mercados, que provoque una crisis. Y es que, si los agentes económicos están pagando altos precios, por inversiones que retornan ganancias mínimas, parece que, en el largo plazo, los inversores ante el primer contratiempo del mercado o incluso en cualquier corrección<sup>23</sup> del mismo, pueden experimentar grandes pérdidas apartándose de este.

### 10.4 Pérdidas Permanentes de Puestos de Trabajo

El mercado de trabajo estadounidense es uno de los más potentes del mundo, atendiendo a los datos, este país ha contado con pleno empleo durante gran parte de su historia. Además, este es un sector robusto y fuerte de manera estructural lo que nos permite sacar conclusiones interesantes. Este sector constituye cerca de 157 millones de

<sup>22</sup> Esta crisis da nombre a la burbuja especulativa en el mercado de acciones de empresas de tecnología en la década de 1990. Durante este período, hubo una fiebre de inversión en compañías relacionadas con Internet, a menudo sin fundamentos financieros sólidos. Las acciones de estas empresas subieron enormemente en valor, pero eventualmente colapsaron en el año 2000 cuando los inversores se dieron cuenta de que muchas de estas empresas no generaban ganancias reales. Esto resultó en una pérdida masiva de riqueza y la quiebra de muchas empresas "punto com".

<sup>23</sup> Consiste en una caída temporal del precio de los activos. Ocurre como una reacción natural a excesos en la valoración o a factores económicos y financieros que generan cierta incertidumbre. A diferencia de un mercado bajista más prolongado, las correcciones son de corta duración y a menudo se consideran oportunidades de compra para inversores a largo plazo.

personas, por lo que los cambios significativos en el sector afectan de manera notable a la economía general.

Después de la crisis de la COVID-19, vino la guerra de Ucrania que, sumado a las políticas expansivas tomadas por los agentes político-económicos, dieron lugar a una inflación con la cual siguen combatiendo en la actualidad. En un principio, la reserva federal empezó a subir las tasas de interés con el objetivo de ralentizar la economía, y en algunos sectores económicos estas medidas empezaban a tener consecuencias. Sin embargo, el principal indicador de calentamiento o enfriamiento de la economía estadounidense es el mercado de trabajo el cual no da signos de enfriamiento notable. Al contrario, presentaba mes a mes fuertes signos de fortaleza y una fortaleza no espontanea sino estructural. Esto llevó a la reserva federal a subir más y más los tipos de interés.

En este sentido, se ha de tener en cuenta que las medidas que se llevan a cabo por las instituciones económicas no van directamente correlacionadas con la velocidad de adopción por parte de los agentes económicos. Es decir, que una medida económica, puede generar efectos en un periodo “x”, pero no ser visibles sus consecuencias hasta un periodo “y”.

Por tanto, si la reserva federal no va a bajar los tipos de interés, manteniendo así una economía en enfriamiento, hasta que la demanda y el consumo frenen, esto puede generar consecuencias como el debilitamiento del mercado de trabajo. Y si este se debilita sobremanera, puede que la economía estadounidense se encuentre ante un problema considerable.

La ilustración 15 muestra la pérdida de trabajos de manera sostenida y permanente. Lo interesante del siguiente gráfico (FRED 2023 "A"), es que una vez que los empleos suben mucho y de manera muy rápida, la evidencia histórica nos dice que luego bajan mucho y de manera muy rápida también.

*Ilustración 15. Cambio % con respecto al año anterior, medido por la pérdida de trabajos permanentes.*



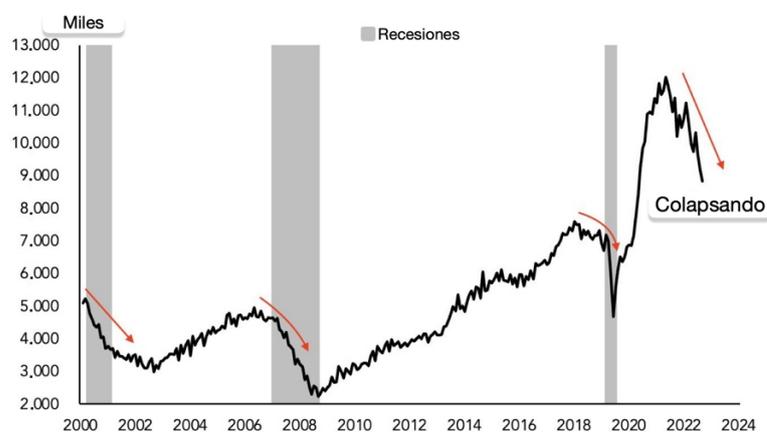
Fuente 15. FRED.

Como sabemos, después de la pandemia, el mercado de trabajo de los Estados Unidos se ha mantenido con gran fortaleza, ilustración 15, generando un aumento considerable de los puestos de trabajo. Pero también se aprecia en la ilustración 15 como

siempre que hemos tenido este aumento ha ido sucediendo de una crisis económica. Por lo que, observando la ilustración, vemos cómo se está produciendo un alto y rápido crecimiento, aunque es cierto que venimos de la pandemia de la Covid-19 haciendo que este patrón hasta el momento no presente extrema importancia, pero sí que hemos de ir analizándolo con exactitud por si este crecimiento sigue siendo constante, lo cual en base a la evidencia histórica puede ser un problema.

Este patrón lo podemos afianzar según el siguiente gráfico de (NBER 2023, "C") que nos muestra cómo después de la subida que comentábamos en la ilustración anterior, podemos ver cómo las ofertas de trabajo están colapsando, y lo más importante, en este siglo siempre que hemos visto este patrón ha precedido a una recesión, por lo que esta vez puede que no sea diferente.

*Ilustración 16. Las ofertas de trabajo están colapsando.*



Fuente 16. National Bureau of Economic.

De forma que podemos sacar como conclusión, que los empleos que se están creando o manteniendo en los Estados Unidos son empleos de baja calidad, es decir con remuneraciones bajas y temporales. Por lo que el mercado de trabajo, aunque tenga crecimiento, no es un crecimiento robusto, tal que, si el crecimiento no es robusto, y nos encontramos con la gran mayoría de nuevos puestos de trabajo precarios, una vez que lleguen las consecuencias de los tipos tan altos de interés este mercado puede desplomarse de manera importante.

### 10.5 La Realidad del "Soft Landing"

Cuando los agentes político-económicos tienen que hacer frente a un problema importante, han de adoptar medidas impopulares las cuales normalmente tienen consecuencias negativas para la economía. Aun así, los políticos e instituciones económicas tratan de amainar a los ciudadanos con el léxico típico político, tratando de hacer ver que verdaderamente por muy malo que sea algo se hace con un fin "social" de manera que todo lo que se haga está justificado, así como sus consecuencias.

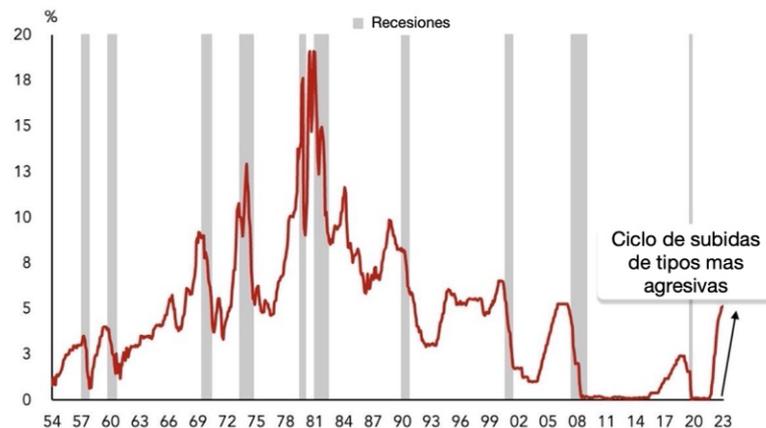
En la actualidad el problema ha sido la inflación, y la política que se ha decidido tomar es una política fiscal y monetaria altamente contractiva. Sin embargo, se nos ha comunicado que no nos preocupemos, que esta vez la recuperación va a ser un aterrizaje suave, es decir, que las consecuencias de las políticas contractivas no van a tener gran

repercusión sobre la economía, y si la tienen será de manera y forma muy leve, por lo que no vamos a incurrir en una recesión.

En los apartados anteriores se ha realizado una revisión de los signos por los cuales puede parecer probable una recesión, pero ahora vamos a dar otro argumento en este estudio. Basándonos en lo anterior y en lo consecuente, verdaderamente un “soft landing” puede ser altamente improbable atendiendo a la evidencia histórica.

Las políticas monetarias y fiscales realizadas por las instituciones monetarias tienen como objetivo ralentizar el consumo, pero es que las consecuencias de estas políticas no van a la velocidad acorde a la reacción de los agentes económicos. Lo cual hace casi imposible saber cuándo pasar de una directriz de política a otra, generando que este retardo en las velocidades provoque con una alta posibilidad una recesión. Es decir que, si se aplican políticas muy contractivas, parece inevitable que para enfriar la economía haya que entrar en recesión. Todo esto se puede apreciar en la siguiente ilustración 17 (N. B. Economic 2023 "D").

*Ilustración 17. Tasa efectiva de los fondos federales.*



Fuente 17. National Bureau of Economic.

Esta ilustración nos muestra la evolución de los tipos de interés nominales que se han dado en los Estados Unidos desde 1954, hasta la actualidad. Cuando hablamos de política monetaria restrictiva, nos referimos en la gran mayoría de los casos a subidas de tipos de interés. En la actualidad como vemos en la ilustración 17 estamos atendiendo a una de las subidas de tipos de interés más agresivas de nuestros tiempos modernos, de manera que la contracción se espera tal, que sus consecuencias sean acordes.

Si vemos la ilustración 17 en su totalidad se puede observar cómo la mayoría de ocasiones que se han subido de manera brusca y en muy poco tiempo los tipos de interés, se ha incurrido en una recesión, es decir, en un parón del crecimiento económico. Por lo que parece inevitable pensar en la posibilidad de que esta vez sea de la misma manera.

Además, en la ilustración podemos ver también cómo cuando se realizan estas políticas, pero no de manera tan agresiva, las consecuencias son distintas. Y es que en el periodo de los sesenta vemos un crecimiento sostenido de los tipos de interés, sin haber recesión económica, no es hasta el 68 donde se suben de manera drástica hasta el 69, que es cuando volvemos a tener recesión.

La conclusión que se deriva en este apartado es que, si bien es cierto que puede que haya que tomar medidas contractivas en la económica para paliar diversos problemas, primero habría que ser sinceros con los agentes económicos. Segundo, parece ser preferible una recuperación algo más lenta sin tantas prisas, aunque se sufra más en los inicios, pero creando una estructura económica sostenible y robusta para el medio-largo plazo, a una corrección económica muy rápida y fuerte, que provoque una recesión y que siga el mismo ciclo. Y tercero, que parece que con el mantenimiento de los tipos altos hasta que el consumo y la demanda no se frenen considerablemente, y atendiendo al gráfico anterior, la sombra de la recesión parece ceñirse sobre la economía de los Estados Unidos y sobre la economía global consecuentemente, sobre todo por las consecuencias que puede implicar esto en el mercado de trabajo.

## 11 RAZONES PARA PENSAR EN LA CRISIS DE DEUDA

### 11.1 Introducción

En este apartado vamos a destacar cómo esta etapa histórica tiene bastante similitud con la etapa histórica de los 80, es decir, que parece que no se está repitiendo la historia, pero está rimando. En los 80, hubo un periodo de crisis parecido al de ahora donde el precio de las materias primas subió considerablemente generando una gran inflación.

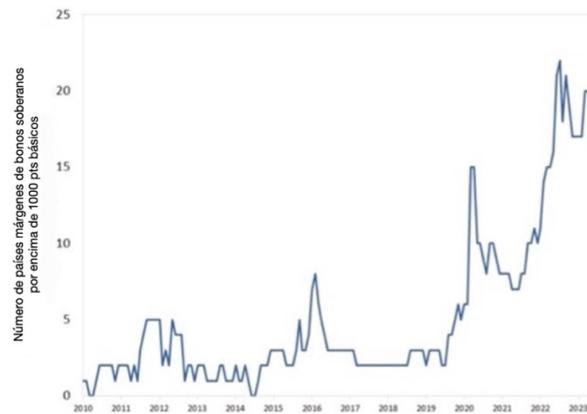
Para paliarlo, la reserva federal de los Estados Unidos adoptó una política muy similar a la actual, subir los tipos de interés. Es decir, lo que en economía llamamos como una política monetaria y fiscal contractiva o “*tightening*”. En los ochenta todo el proceso terminó en recesión, y en nuestros tiempos de momento no.

A continuación, se tratará de explicar por qué existe un problema generalizado a nivel mundial, con el incremento de la deuda. Más tarde nos centraremos en el faro de las economías desarrolladas, los Estados Unidos. Y finalmente se citará expresamente por qué podemos estar yendo a una crisis de deuda, así como los posibles subterfugios con los cuales evitar un desplome total de nuestras finanzas del Estado y personales consecuentemente.

Una idea a tener en cuenta es la política de **expansión de compra de bonos como medida de alivio**. Esta idea es simple, pero parece inicialmente ayudar a salir del paso, en una política contractiva, las deudas de los países son más difíciles de pagar, y las de los países menos solventes más todavía. Los países menos solventes compran deuda de países solventes, de esta manera hacen ver en el corto plazo que siguen teniendo dinero para afrontar sus otras deudas.

Como podemos ver en la siguiente imagen, bastantes países se encuentran actualmente en una situación de pagos de obligaciones difíciles, lo cual hace pensar que esta bola no se sostenga por mucho tiempo. Además, debido a la pandemia, esta situación sufrió su pico máximo llegando a 22 países, sin embargo, pese a las previsiones de que en la posterior recuperación gran parte de los países volviesen a niveles por debajo del umbral no se ha dado. Esto provoca que actualmente tengamos a 16 países en riesgo o peligro de impago de parte de sus deudas.

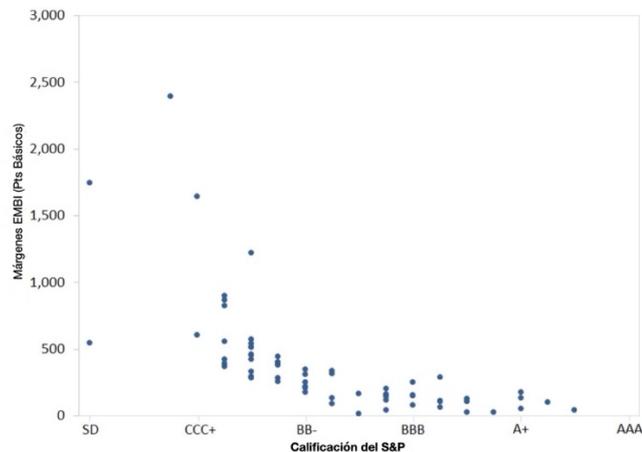
Ilustración 18. Número de países en dificultades de pago de deuda.



Fuente 18. Federal Reserve Bank.

Otro indicador a tener en cuenta son las propias **compañías de calificación de crédito**. Estas compañías tienen como objetivo valorar la deuda de los países y catalogarla en función de su seguridad o especulatividad. En la ilustración 19 podemos observar la situación de los países desarrollados antes de la pandemia.

Ilustración 19. Diferenciales de bonos soberanos y calificaciones crediticias de los países en desarrollo, diciembre de 2019.



Fuente 19. Federal Reserve Bank.

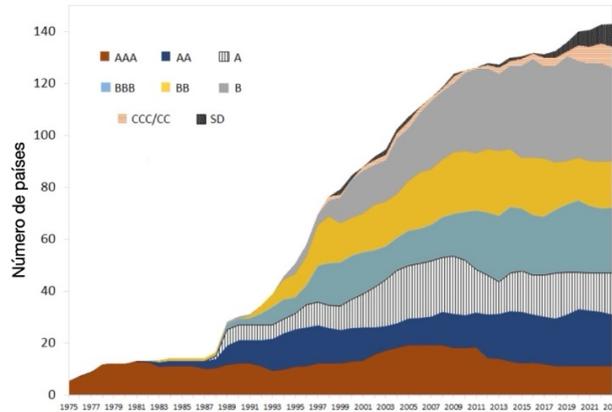
Tal y como indica el informe de (Wright y Smaldone 2023) en esta figura hay una clara relación negativa, con calificaciones crediticias más bajas asociadas con diferenciales más altos. La relación no es lineal, con la relación cada vez más fuerte para las calificaciones crediticias por debajo del límite de grado de inversión (BBB-), en relación a los márgenes EMBI (Emerging Market Bond Index), mercado primario de bonos.

Además, y como se aprecia en la ilustración 20 (F. Reserve 2023), el número de países analizados ha crecido de manera importante. Sin embargo, no muchos se encuentran en las mejores posiciones valoradas, dejándonos como resumen que los países

## Crisis del Siglo XX y su Impacto en la Futura Crisis de Deuda Pública

en la actualidad no se encuentran en su mejor momento de solvencia, ni de estructura económica fuerte y sostenible en el medio-largo plazo.

*Ilustración 20. La distribución de las calificaciones soberanas de S&P.*



Fuente 20. Federal Reserve Bank.

*Ilustración 21. Países calificados en apuros.*



Fuente 21. Federal Reserve Bank.

Por otra parte, en la Ilustración 21 (F. Reserve 2023) se puede ver claramente cómo con el paso de los años los países con sus políticas expansivas y consecuentes inflación como la que tenemos en estos momentos, han ido cada vez entrando más y más en situación de estrés financiero. Es decir que, con el paso del tiempo, más países se han ido sumando a esta lista de países con una calificación B-, es decir poco solvente o ciertamente volátil.

El uso de esta definición da como resultado que 36 de 42 países se clasifiquen como en dificultades de deuda hoy en día utilizando las calificaciones crediticias de S&P y Moody's, respectivamente, lo que es un aumento significativo con respecto a los niveles a finales de 2019 antes de la pandemia. Esto significa que otros 20 países por (S&P) y 26 por (Moody's) están identificados como en dificultades de deuda más allá de los 16 identificados a partir de los datos de propagación de bonos (Wright y Smaldone 2023).

También cabe citar las mediciones de los propios organismos internacionales, si bien es cierto que las agencias de evaluación presentan unos datos muy exactos y bien diseñados. Organismos internacionales como el **Banco Mundial o el Fondo Monetario Internacional** también han realizado investigaciones sobre este tema tan fundamental para el futuro de la economía. Estos organismos realizan estudios sobre países menos desarrollados, por lo que nos da una amplia variedad de estudio de países

De acuerdo con las evaluaciones de estas instituciones, en la actualidad existen 67 países que se enmarcan en este contexto. Más de la mitad de ellos, concretamente 36, están catalogados como presentando un riesgo elevado o inminente de enfrentar problemas de deuda. Es importante señalar que, de estos 67 países, 33 han sido evaluados por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional (FMI), en lugar de recurrir a las agencias de calificación crediticia convencionales (Wright y Smaldone 2023).

Este enfoque proporciona una perspectiva alternativa y nos permite comprender la capacidad de pago de un conjunto diverso de naciones. Entre los 33 países evaluados por el Banco Mundial y el FMI, 23 de ellos se encuentran en una situación crítica o presentan un alto riesgo de futuros problemas de deuda.

Ahora bien, si nos limitáramos a considerar únicamente los países desarrollados evaluados por las agencias de calificación crediticia, perderíamos de vista el hecho de que más países están experimentando dificultades de deuda o se encuentran al borde de enfrentarlas. La aplicación de diferentes métricas para evaluar la angustia de la deuda nos brinda una perspectiva más rica y nos permite obtener información diversa sobre la situación financiera de estos países.

Además, parece importante destacar la opinión del economista Nouriel Roubini, el cual hizo algunas predicciones hace un año basadas en el comportamiento de los bancos centrales, y en el propio mercado del momento:

*“For a year now, I have argued that the increase in inflation would be persistent, that its causes include not only bad policies but also negative supply shocks, and that central banks’ attempt to fight it would cause a hard economic landing.*

*[...]Everyone now recognizes that these persistent negative supply shocks have contributed to inflation, and the European Central Bank, the Bank of England, and the US Federal Reserve have begun to acknowledge that a soft landing will be exceedingly difficult to pull off. [...]Not yet, but the US did report negative growth in the first half of the year, and most forward-looking indicators of economic activity in advanced economies point to a sharp slowdown that will grow even worse with monetary-policy tightening.*

*[...]While many other analysts now agree, they seem to think that the coming recession will be short and shallow, whereas I have cautioned against such relative optimism, stressing the risk of a severe and protracted stagflationary debt crisis. And now, the latest distress in financial markets – including bond and credit markets – has reinforced my view that central banks’ efforts to bring inflation back down to target will cause both an economic and a financial crash.*

*[...]I have also long argued that central banks, regardless of their tough talk, will feel immense pressure to reverse their tightening once the scenario of a hard economic landing and a financial crash materializes.*

## Crisis del Siglo XX y su Impacto en la Futura Crisis de Deuda Pública

*[...]Recall that a similar turnaround occurred in the first quarter of 2019, when the Fed stopped its quantitative-tightening (QT) program and started pursuing a mix of backdoor QE and policy-rate cuts – after previously signaling continued rate hikes and QT – at the first sign of mild financial pressures and a growth slowdown. Central banks will talk tough; but there is good reason to doubt their willingness to do ‘whatever it takes’ to return inflation to its target rate in a world of excessive debt with risks of an economic and financial crash.*

*[...]In addition to the disruptions mentioned above, these shocks could include societal aging in many key economies (a problem made worse by immigration restrictions); Sino-American decoupling; a ‘geopolitical depression’ and breakdown of multilateralism; new variants of COVID-19 and new outbreaks, such as monkeypox; the increasingly damaging consequences of climate change; cyberwarfare; and fiscal policies to boost wages and workers’ power. [...]Between January and June of this year, US (and global) equity indices fell by over 20% while long-term bond yields rose from 1.5% to 3.5%, leading to massive losses on both equities and bonds (positive price correlation).*

*[...]Moreover, bond yields fell during the market rally between July and mid-August (which I correctly predicted would be a dead-cat bounce), thus maintaining the positive price correlation; and since mid-August, equities have continued their sharp fall while bond yields have gone much higher, (ROUBINI 2022).”*

Como se puede observar la realidad que nos concierne en nuestros días, no es muy diferente a las predicciones que muestra Roubini (2022). Tal y como argumenta el autor, puede que vaya siendo el momento de adoptar medidas reales con las cuales enfrentar el problema inflacionista, y de deuda. De otro modo y mirando hacia otro lado no se atajará el problema por la raíz nunca, pasándolo de generación en generación.

La deuda de un país es algo que va lastrando a éste durante los años, obligando al lógico pago de esta. No obstante, parece una buena forma de financiación de un país solvente el emitir deuda, ya que al ser solvente los demás países te comprarán esta deuda dándote liquidez en el sistema monetario. De forma que aquí el problema que encontramos es cuándo no eres solvente, es decir, cuándo el resto de los países no te compran tu deuda de forma que no puedes financiarte.

A continuación, se analizará como un país solvente como los Estados Unidos, actualmente está empezando a tener problemas de venta de su deuda. En el año 2007, China junto a Japón tenían comprada una gran parte de la deuda estadounidense en forma de bonos, obligaciones y pagarés. Esta cantidad rondaba el 25,4 %, mientras que en la actualidad únicamente tienen el 8%.

Además, al igual que China y Japón, Arabia Saudí también ha empezado a deshacerse de deuda estadounidense. Pero el problema va más allá, ya que el fondo fiduciario de la Seguridad Social también está vendiendo sus participaciones porque los impuestos de las SS no cubren completamente los beneficios. Muchos de los grandes compradores tradicionales de la deuda de EE. UU. la están evitando ahora. Esto está forzando gradualmente a tasas más altas para atraer compradores, así como paliar la inflación.

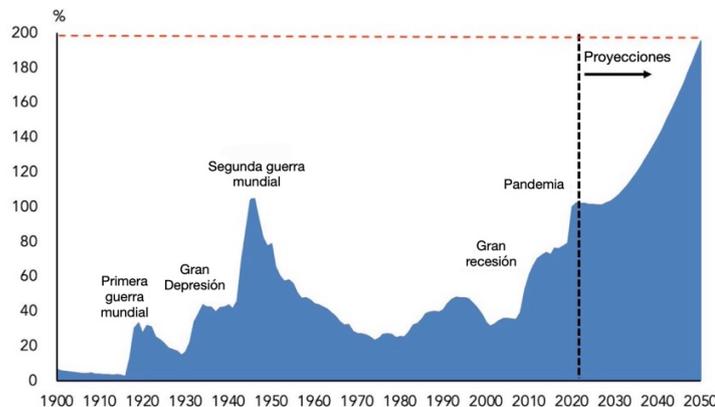
Sin embargo, en algún momento, para controlar las tasas de interés, la Reserva Federal va a tener que crear una cantidad ingente de dólares, ya que no se puede estar con tasas elevadas permanentemente, (miles de millones de dólares) para comprar la deuda porque el Congreso no puede controlar su gasto. No obstante, esta situación parece

impensable, por la enorme pérdida de valor que sufriría el dólar, debido a la inflación que se provocaría.

## 11.2 Crecimiento Sostenido de la Deuda Pública

Por otro lado, se ha de destacar cómo la deuda pública de los Estados Unidos ha ido creciendo con el paso de los años de manera estructural, es decir su moneda, por muy fuerte que sea, ha ido perdiendo con los años más y más valor. A esto hemos de sumarle que la deuda actual estadounidense son 33 billones de dólares americanos, y que su deuda crece 2 billones por año, teniendo gasto deficitario. Otro aspecto importante son las predicciones sobre el volumen de deuda si se sigue este camino, que como podemos ver en la siguiente ilustración 22 (Reserve y Economic 2023) es algo completamente insostenible en el largo plazo.

*Ilustración 22. Deuda federal en poder del público como parte del PIB.*



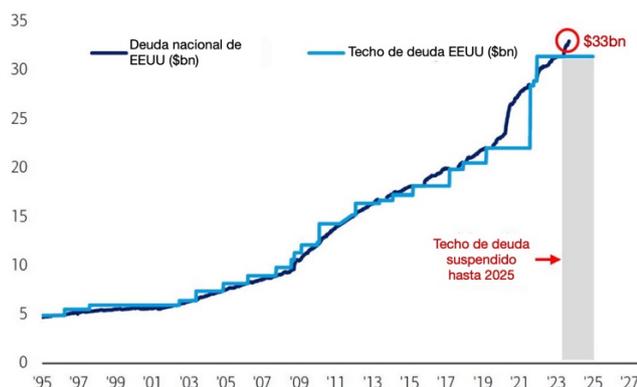
Fuente 22. Board of Governors of the Federal Reserve.

La pregunta que surge es quién está comprando la deuda estadounidense, dejando como disyuntiva importante si esto es solo el principio de una espiral de crecimiento de deuda difícil de pagar, o se quedará en una simple anécdota avocando a una recesión dura.

A ello se suma, el problema masivo de deuda en el último año, ya que la deuda nacional estadounidense ha aumentado casi un billón de dólares al mes desde que terminó la "crisis" del techo de la deuda en junio. La deuda total de Estados Unidos ha aumentado ahora 10 BILLONES de dólares desde 2020. Para poner este hecho en perspectiva nos ayudaremos del gráfico de (Strategy y Bloomberg 2023),

## Crisis del Siglo XX y su Impacto en la Futura Crisis de Deuda Pública

Ilustración 23. Deuda nacional de EE. UU. (bn) y techo de la deuda de EE. UU. (bn)



Fuente 23. BofA GLOBAL RESEARCH.

Y es que según el análisis de (Letter 2023) a Estados Unidos le llevó 232 años agregar los primeros 10 billones de dólares de deuda. El techo de la deuda está efectivamente SIN LÍMITE hasta 2025 en el último acuerdo sobre el techo de la deuda. Lo que implica que teóricamente no se puede rebasar más, ni hacer más cambios en sus límites hasta 2025.

Además, el gasto deficitario de Estados Unidos se acerca al 10% del PIB y casi se encuentra en los niveles de 2008. El gasto deficitario en Estados Unidos como porcentaje del PIB es ahora el mayor fuera de una guerra o recesión desde 1960. Como resultado, Estados Unidos ha pedido prestado \$30 mil millones POR DÍA desde que "terminó" la crisis del techo de deuda.

### 11.3 Pago de la Deuda Pública

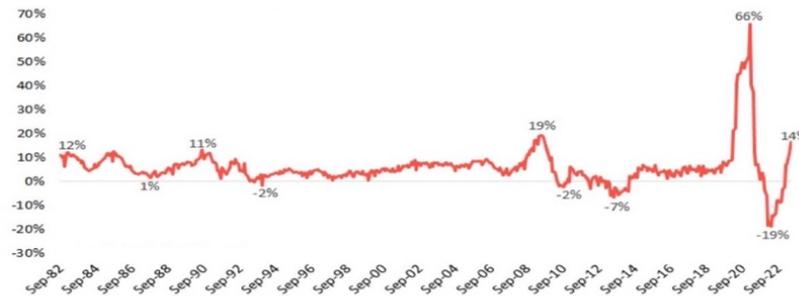
A continuación, se hace referencia a un hecho altamente relacionado con la deuda pública de un país, su pago. Cuando un país emite deuda tiene como objetivo que se la compren, para así poder financiarse y acometer los proyectos que desee. Sin embargo, el proceso no termina aquí, ya que por muy tentador que parezca para muchos estados, la deuda que le han comprado, hay que devolverla y con intereses.

Si se trata de un país altamente solvente los intereses serán menores que si no lo es, esto básicamente atiende a la relación de riesgo que acomete un país al comprar la deuda a otro, es decir en la confianza que hay entre los propios países. Para devolver el montante de la deuda hay varias formas, pero las más obvias son tres.

La primera consiste en hacer la economía mucho más productiva, generando que se produzca un flujo de rentas mayor que permita acometer las obligaciones necesarias. La segunda es recortar el gasto público, para de esta forma ahorrar en ciertas partidas y hacer frente a los pagos de la deuda. Y la tercera consiste en aumentar los impuestos. Esta última la llevan a cabo la mayoría de los países, ya que su fundamento es sencillo y se basa en que mientras más dinero paguen los ciudadanos más se recaudará por lo que más montante se tendrá para hacer frente a los pagos.

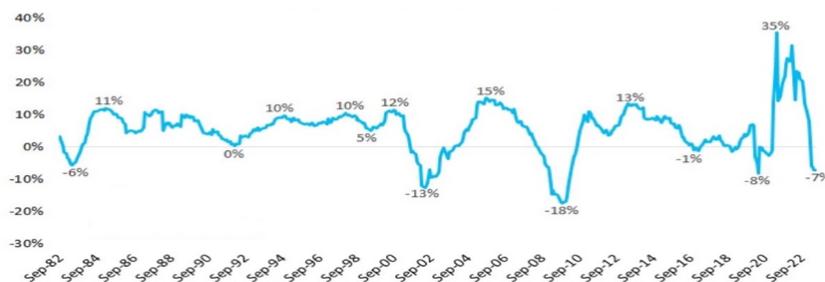
Una vez citadas estas maneras de hacer frente al pago de las obligaciones de un país, la situación de Estados Unidos puede apreciarse en las siguientes ilustraciones proporcionados por el autor (Bilello 2022).

*Ilustración 24. Gasto del gobierno de EE. UU., después de 12 meses (cambio por % a partir de julio de 2023).*



Fuente 24. Creative Planing.

*Ilustración 25. Recibos de impuestos federales de EE. UU., después de 12 meses (cambio del % de YoY a partir de julio de 2023).*



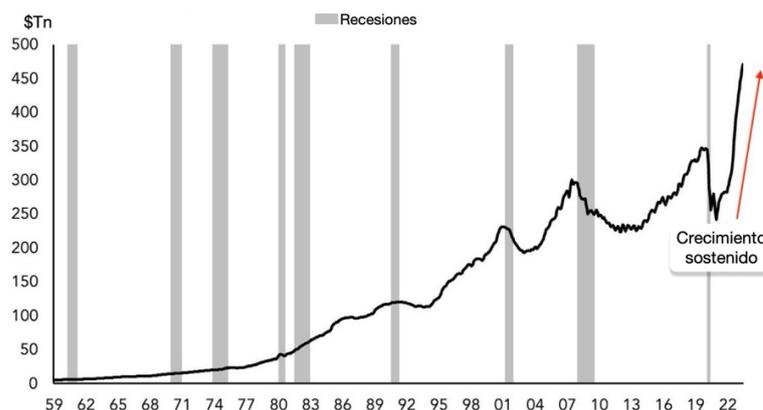
Fuente 25. Creative Planing.

Como se puede observar en las ilustraciones, el gobierno de los Estados Unidos está incrementando su gasto en un 14% durante todo el año pasado, pero a su vez está reduciendo los impuestos en un 7%, por lo que surgen las preguntas sobre quién, cómo y cuándo se va a pagar la deuda de la primera potencia mundial. Esto no es más que otro signo de que la economía estadounidense está teniendo serios problemas para el tan ansiado “soft landing”, que cada vez parece más improbable.

#### 11.4 Crecimiento del Riesgo en pagos Personales

Otro aspecto fundamental en las crisis de deuda, son los posibles impagos que se pueden producir paulatinamente, hasta el propio país no puede pagar definitivamente y deja de hacerlo frente a sus acreedores. A continuación, se realiza un análisis con relación a los intereses personales de los ciudadanos estadounidenses.

Ilustración 26. Pagos de intereses personales.



Fuente 26. National Bureau of Economic.

Como se aprecia en la ilustración 26 (Reserve y Economic 2023), los pagos de interés se han disparado sobremanera, y esto quiere decir que los bancos o los prestamistas<sup>24</sup> están viendo como la economía de los ciudadanos estadounidenses puede resentirse en cierto modo. Por tanto el riesgo es mayor, y si el riesgo es mayor, para cubrirlo, los prestamistas de dinero van a exigir un interés mayor, de forma que como vemos en la ilustración se disparan los intereses de los préstamos que tienen los ciudadanos de los EE. UU.

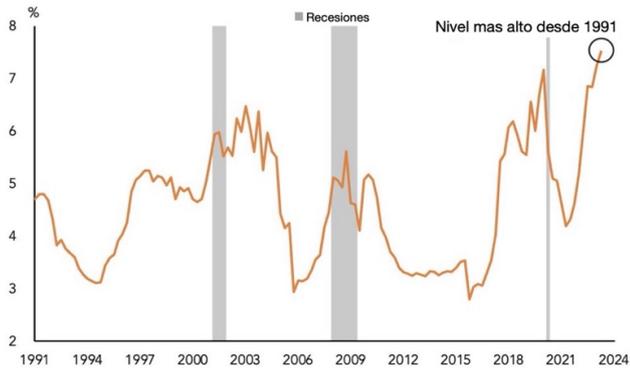
Además, otra cuestión vital en el análisis del anterior gráfico es que, cada vez que se ha dado un crecimiento sostenido del aumento de los pagos por intereses ha venido una recesión. En el punto donde nos encontramos actualmente, parece que puede llegar la recesión.

Se puede complementar la información anterior con la ilustración 27 de (Analysis, Research y Trades. 2023). Esta ilustración 27 muestra el nivel de ausencia de pagos cuando llegan a vencimiento por parte de préstamos realizados con tarjeta de crédito por los pequeños prestatarios<sup>25</sup>, el análisis del gráfico ilustra que cuando la gente deja de pagar sus préstamos realizados con tarjeta de crédito, se puede y suele producir una recesión.

<sup>24</sup> Un prestamista es una entidad o individuo que proporciona recursos financieros a cambio de un acuerdo de reembolso con intereses u otros términos acordados. Su función principal es facilitar el acceso al capital para financiar diversas actividades económicas.

<sup>25</sup> Un prestatario, es un individuo o entidad que recibe recursos financieros de un prestamista bajo un acuerdo de reembolso que incluye intereses u otros términos previamente convenidos. El prestatario utiliza estos fondos para financiar actividades, inversiones o proyectos específicos.

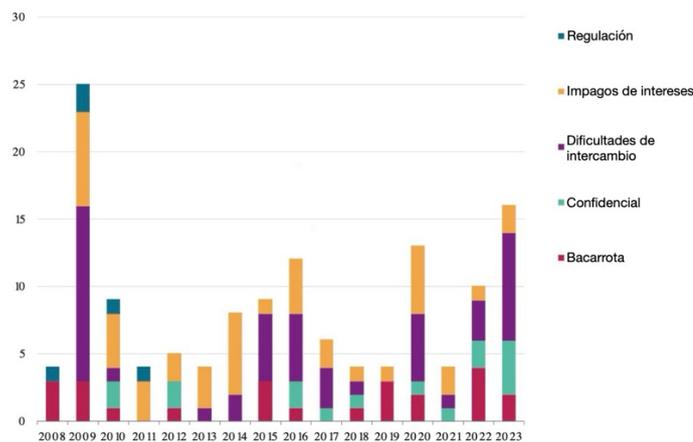
Ilustración 27. Tasa de morosidad en préstamos con tarjeta de crédito.



Fuente 27. National Bureau of Economic.

También, se observa como los niveles que nos encontramos en la actualidad son los más altos desde 1991, donde los pequeños prestatarios están teniendo serios problemas para hacer frente a sus pagos. La razón es, el alto endeudamiento que tuvieron para tratar de salir rápido de la crisis de la pandemia, y donde realizaron compras de las cuales esperaban rendimientos que no se han producido, llegando al punto actual.

Ilustración 28. Impagos en Agosto desde 2009 por tipo.



Fuente 28. The Kobeissi Letter.

Otro gráfico adicional para analizar (Insights 2023) es la ilustración 28, que nos muestra una imagen clara de los problemas de deuda que pueden llegar a tener los ciudadanos estadounidenses. La ilustración muestra según los datos de S&P, que los impagos de deuda de empresas estadounidenses aumentaron un 176% en los primeros 8 meses de 2023. Además, los impagos alcanzaron en agosto su recuento mensual más alto desde 2009. Las tasas de interés más altas son la razón principal detrás de estos incumplimientos.

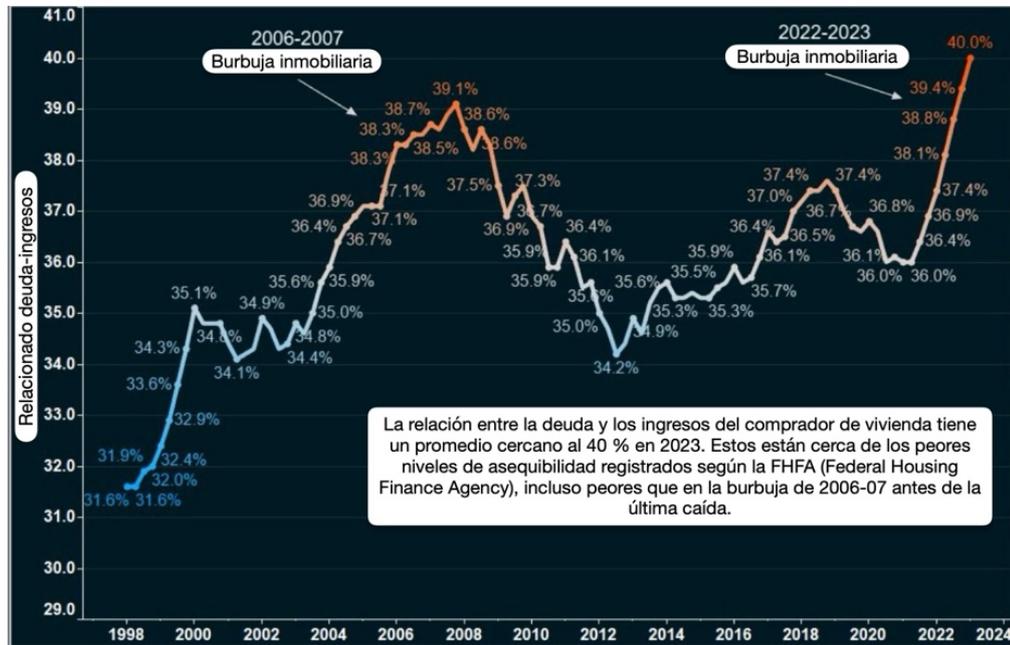
### 11.5 Mercado Inmobiliario

A continuación, se analiza uno de los mercados más importantes en los Estados Unidos, el mercado inmobiliario. En función de este mercado, se puede realizar investigaciones acerca de cómo de presionada o aliviada se encuentra la economía

## Crisis del Siglo XX y su Impacto en la Futura Crisis de Deuda Pública

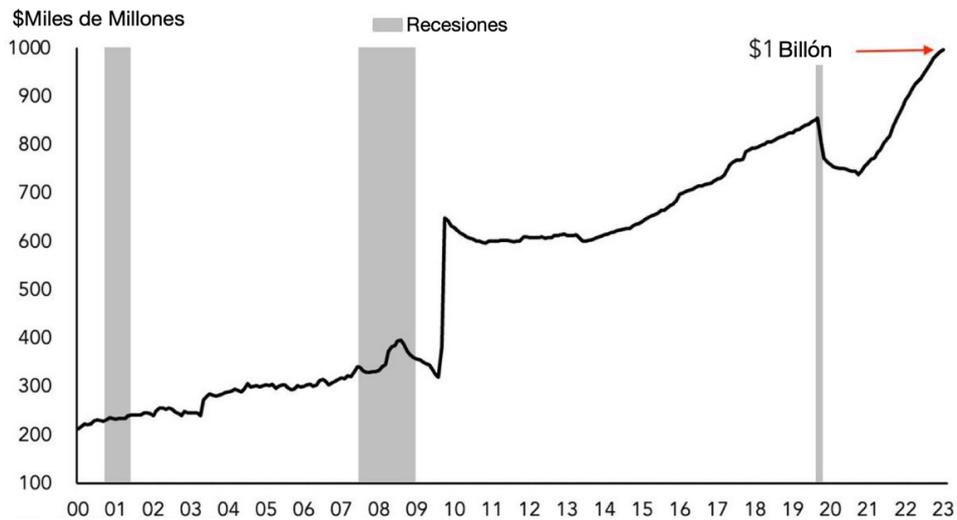
estadounidense. La ilustración 29 (FHA y Consulting 2023) muestra que la relación deuda-ingresos para todos los compradores de viviendas en EE. UU. acaba de alcanzar el 40% por primera vez en la historia. En la crisis financiera de 2008, esta ratio alcanzó un máximo de 39%.

Ilustración 29. Relación deuda/ingresos para todos los compradores de vivienda 1998-2023.



Fuente 29. re:venture consulting

Ilustración 30. Saldo agregado de las tarjetas de crédito.



Fuente 30. National Bureau of Economic.

Este hecho se produce cuando la deuda total de los hogares acaba de alcanzar un récord de 17,1 billones de dólares y la deuda de tarjetas de crédito superó el billón de dólares por primera vez en la historia, como indica la ilustración 30 (Reserve y Economic 2023). Además, los consumidores están endeudándose a un ritmo récord mientras los ahorros disminuyen y las tasas suben.

## 11.6 Condiciones de Préstamo de los Bancos

En una economía, los bancos desempeñan el papel de concesión de dinero a base de préstamos, con su posterior devolución, para así llevar a cabo los proyectos de la población en el medio y largo plazo. Esta forma de financiación funciona de la siguiente manera, cuando alguien necesita dinero adicional para una compra importante, como una casa o un automóvil, o para cualquier otra necesidad financiera, normalmente recurre a una institución financiera como un banco o una cooperativa de crédito. El proceso comienza con la presentación de una solicitud de préstamo, que incluye información personal y financiera detallada, así como el propósito del préstamo.

Una parte fundamental de este proceso es la evaluación de crédito. El prestamista examina la información proporcionada por el solicitante, que incluye su historial crediticio, ingresos y deudas existentes. Esto se hace para determinar si el solicitante es financieramente confiable y si tiene la capacidad de pagar el préstamo en función de sus ingresos y deudas anteriores.

La aprobación o el rechazo de la solicitud de préstamo depende en gran medida de esta evaluación de crédito. Si el prestamista aprueba la solicitud, se establecen los términos del préstamo, como la cantidad aprobada, la tasa de interés y el plazo de pago. Este proceso implica la firma de un contrato de préstamo que detalla todas estas condiciones.

Una vez que se firma el contrato, el prestamista proporciona los fondos acordados al prestatario. Los fondos pueden entregarse de diversas maneras, como un depósito directo en la cuenta bancaria del prestatario o mediante un cheque. A partir de ese momento, el prestatario está obligado a realizar pagos periódicos, que incluyen una parte del capital prestado y los intereses acumulados a lo largo del plazo del préstamo.

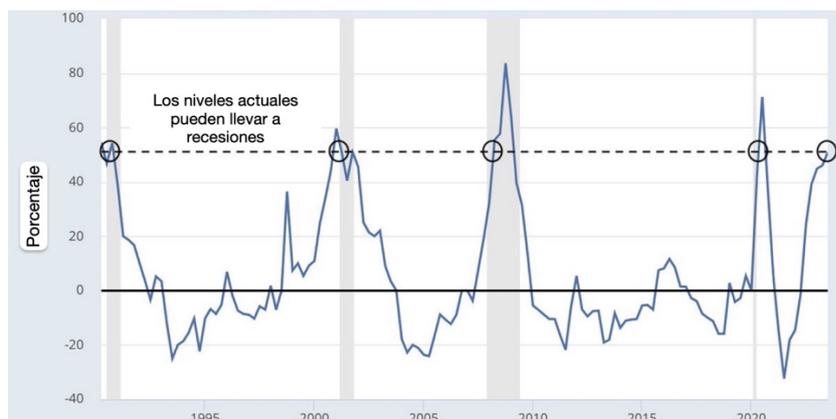
El prestamista supervisa el cumplimiento de los pagos y puede tomar medidas de cobro si el prestatario no cumple con los términos del contrato. Estas medidas pueden incluir el envío de recordatorios de pago, la imposición de cargos por pagos atrasados o, en casos extremos, la reposición de activos en el caso de préstamos garantizados, como hipotecas o préstamos para automóviles.

En resumen, el proceso de concesión de préstamos es un sistema regulado que involucra la solicitud, evaluación de crédito, aprobación, firma de contrato, desembolso de fondos, repago y, si es necesario, seguimiento y cobro. Cada tipo de préstamo y prestamista puede tener requisitos específicos, pero en general, este proceso ayuda a garantizar que tanto los prestamistas como los prestatarios cumplan con sus responsabilidades financieras.

Una vez definido como funciona el sistema de préstamos de forma general, vamos a pasar a analizar el siguiente gráfico (FRED 2023 "B") en relación a las condiciones que están llevando a cabo los bancos para la concesión de préstamos. Es conveniente destacar que debido a la situación económica inflacionista en la que nos encontramos, la Reserva Federal está adoptando políticas económicas para la contracción de la economía, por lo que esto se traslada en la mayor parte de ocasiones a los bancos.

## Crisis del Siglo XX y su Impacto en la Futura Crisis de Deuda Pública

Ilustración 31. Porcentaje neto de bancos nacionales que endurecen las condiciones para préstamos comerciales e industriales a empresas medianas y grandes.



Fuente 31. FRED.

Como se observa en la ilustración 31 (FRED 2023 "B"), las condiciones que están poniendo de partida los bancos a la hora de concesión de préstamos, son condiciones de política económica contractiva. Es decir, condiciones difíciles a la hora de pedir un préstamo y afrontar su pago en el medio plazo, lo cual está desincentivando la inversión y la creación de nuevos proyectos.

Sin embargo, lo interesante de la ilustración es que estos niveles y condiciones tan restrictivas, como vemos marcado por la línea discontinua de la ilustración 31, son niveles que siempre han llevado a una recesión económica. Lo cual hace pensar, que, si bien es cierto que los bancos han de restringir en cierto modo los préstamos, para atender a las consignas de la FED de reducir la actividad económica, estas restricciones pueden estar siendo demasiado estrictas pudiendo llevar a la economía a un punto de inversión de no retorno, que provoque una recesión.

## 12 PROTECCIÓN FRENTE A LA CRISIS DE DEUDA

### 12.1 Soluciones Gubernamentales

A continuación, se realizará un análisis de manera exhaustiva, de cómo podría reducirse la deuda en los Estados Unidos. Para de esta manera hacerla más sostenida y robusta en el tiempo, generando que en el medio-largo plazo la deuda no suponga un problema sino una manera sana de invertir para incentivar la economía.

En la misma medida en que tanto los desembolsos como los ingresos pueden ser expresados como proporciones del Producto Interno Bruto (PIB), también es factible evaluar el progreso en la reducción de la deuda y el déficit mediante la disminución de la deuda nacional como porcentaje del PIB, una métrica ampliamente empleada por el Fondo Monetario Internacional (FMI). La utilización de esta medida de progreso captura cómo las naciones con deudas más voluminosas se hallan más vulnerables ante un incremento de las tasas de interés, a medida que sus bonos llegan a su vencimiento y se renuevan a tasas más elevadas.

El FMI ha propuesto a los Estados Unidos que reduzca esa proporción, una acción que conllevaría un mayor ingreso nacional en el futuro, así como menores pagos de intereses sobre la deuda restante, y posiblemente, fomentaría una mayor inversión privada. La elección de un objetivo para una proporción considerada sostenible siempre será una cuestión de juicio, si bien los ejemplos de tratados internacionales, la experiencia reciente y el análisis econométrico pueden enriquecer dicho juicio.

La política fiscal adoptada por la Unión Europea, inicialmente establecida en el Tratado de Maastricht, estableció un límite de la deuda pública en el 60 por ciento del PIB como requisito para la adhesión de los estados miembros a la moneda euro. Durante muchas décadas posteriores a la posguerra, y hasta un período relativamente reciente, los Estados Unidos registraron niveles de deuda pública que representaban menos del 40 por ciento del PIB.

Los economistas que han explorado la relación entre la deuda y el PIB han enfocado sus esfuerzos en comparaciones internacionales en busca de signos que denoten que una carga elevada de deuda inhibe el crecimiento económico. Un estudio realizado por la CED (Committee for Economic Development) en febrero de 2023 sugiere que el umbral en el que la deuda comienza a obstaculizar el crecimiento económico en países desarrollados es aproximadamente del 77 por ciento. Para los fines del análisis que presentamos, el modelo de The Conference Board contempló políticas dirigidas a devolver a los Estados Unidos a una relación entre la deuda pública y el PIB equivalente al 70 por ciento, situándose aproximadamente en el punto medio de este marco de referencia (Development 2023).

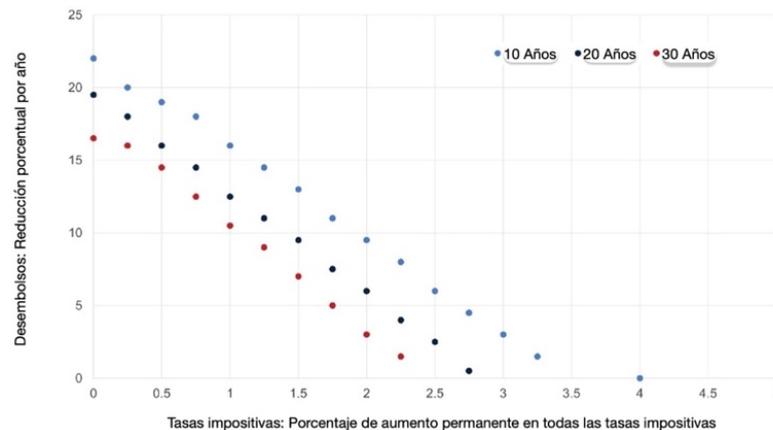
El método que llevaremos a cabo se basará en algunos incrementos en los impuestos, inevitables con relación a los altos niveles de deuda actuales, y reducciones en los gastos, con el propósito de reducir la relación entre la deuda y el PIB al 70 por ciento (o menos) en un lapso de 10, 20 y 30 años. La velocidad a la cual se alcanza este objetivo depende en gran medida de la magnitud de los recortes en los desembolsos y los aumentos de las tasas impositivas. Sin embargo, el factor preponderante radica en el nivel de disrupción o perturbación económica que se encuentre dispuesto y sea posible mantener.

Si bien es posible acumular deuda con rapidez, especialmente en situaciones de crisis, es probable que un plan de reducción de la deuda deba ser más deliberado, sostenido y gradual. A largo plazo, individuos, empresas y organismos gubernamentales pueden anticipar aumentos impositivos o reducciones del gasto. No obstante, pérdidas abruptas y substanciales de ingresos pueden generar recesiones al disminuir la liquidez de los actores económicos para la adquisición de bienes y servicios. La planificación de un incremento fiscal repentino y sustancial o de una reducción del gasto, en contraposición a un enfoque más suave pero constante, tiende a ser más disruptiva y onerosa.

No hacer nada no debe ser una opción. Sin embargo, como demuestra el siguiente análisis realizado por (Development 2023), requeriría una realineación sustancial de la política fiscal y un plan de varias décadas para devolver la deuda al 70 por ciento del PIB, un límite más estable que la proporción actual y las proyectadas en el futuro, pero todavía significativamente por encima de los niveles mucho más bajos antes de la crisis financiera de 2008.

## Crisis del Siglo XX y su Impacto en la Futura Crisis de Deuda Pública

Ilustración 32. Evolución de la reducción de la deuda hasta el 70%.



Fuente 32. Solutions Briefs.

La ilustración 32 del estudio (Development 2023) demuestra lo siguiente:

- Simplemente aumentar los impuestos para reducir la deuda al PIB no es factible, no solo porque consume la capacidad de inversión privada, sino también porque el interés de la deuda sigue aumentando. En este modelo, todas las tasas impositivas tendrían que aumentarse en un 4% para llegar al 70%. Aun así, no es suficiente porque el aumento del interés neto comienza a sobrepasar el efecto del aumento de impuestos. En consecuencia, los desembolsos también deben reducirse.
- Solo reducir los desembolsos funcionaría para lograr el objetivo, pero tendría que ser casi un 20% año tras año, lo cual es draconiano.
- La deuda pública con el PIB se puede reducir al 70% en 10 años, pero induciría una recesión importante a corto plazo. Pero para 2032, el crecimiento a largo plazo sería más alto con un déficit más bajo.
- El objetivo se puede lograr en 20 o 30 años, con menores aumentos de impuestos y recortes de gasto, y pequeñas recesiones.

Por lo que para alcanzar una disminución sostenible de la deuda en relación con el Producto Interno Bruto (PIB) a largo plazo, es esencial garantizar que el crecimiento de la deuda sea más moderado que el crecimiento del PIB. Sin embargo, esta estrategia implica cambios de política económica significativos y duraderos que deben implementarse durante las próximas dos o tres décadas. Las proyecciones de la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO) alertan que es probable que las tasas de interés de la deuda superen la tasa de crecimiento del PIB en las décadas venideras.

También hemos de señalar que, en tales circunstancias, incluso mantener un presupuesto equilibrado en términos primarios, es decir, excluyendo los costes de intereses, resultaría insuficiente para contener el aumento de la deuda en proporción al PIB; el PIB crecería a un ritmo más lento que la deuda. En un escenario en el cual los costes de intereses superen el PIB, se requeriría un superávit primario, es decir, un

excedente presupuestario que, como mínimo, excluya los costes netos de interés. Esta situación se observó por última vez en los Estados Unidos a finales de la década de 1990.

Además, existe otra forma por la cual algunos gobiernos están tratando de reducir la deuda pública. Esta, se basa en el medio y largo plazo, y es que vamos a fijarnos en la siguiente fórmula ( $\text{Deuda/PIB} = \text{Deuda en } \$ / \text{Precio} * Q(\text{cantidad})$ ). Al tener los precios en el denominador, si incrementa la inflación (incremento de los precios), decrecerá la ratio de deuda respecto del PIB. Es por esto, que se pueda pensar que quizá a los gobiernos altamente endeudados no les pueda venir del todo mal niveles de inflación permanentes en el tiempo.

Otra herramienta importante para reducir la deuda futura es la reducción en posibles gastos innecesarios. Indudablemente, la austeridad fiscal debe ser implementada de manera consistente, excepto en casos donde sea inadecuado. Se debe evitar el estímulo fiscal y enfocarse en fomentar la fuerza laboral y la productividad, a saber, invirtiendo en áreas tales como la investigación y desarrollo (I+D), educación, formación continua de los trabajadores, mejoramiento de la infraestructura y facilitación de la inversión privada, entre otras. Esto hace que sea crucial tener en cuenta los ahorros netos necesarios para revertir el aumento en la proporción de la deuda con respecto al Producto Interno Bruto (PIB), al mismo tiempo que se evalúan los costes asociados a nuevos desembolsos en el proceso de presupuestación.

Además, dado el inmenso volumen de la deuda y el tiempo requerido para reducirla, el Congreso debería considerar un enfoque segmentado para abordar esta cuestión. Por ejemplo, podría dividir la importante adición incremental a la deuda pública originada por la pandemia de COVID-19, que asciende a aproximadamente 5,3 billones de dólares en medidas de alivio específicas y alrededor de 1,3 billones de dólares en pérdidas económicas, y tratarla a través de un mecanismo de financiación a largo plazo independiente.

Finalmente, respecto a la creación de empleo e inversiones, y consecuentemente en el aumento de la productividad, la CED<sup>26</sup> ha promovido la "regulación inteligente", que parte de la idea de que la regulación debe lograr el propósito para el que se impuso al menor costo posible y con los máximos beneficios posibles. Las regulaciones inteligentes están bien diseñadas, utilizando expertos en la materia apropiados reales desde el principio, y deben ser revisadas o actualizadas, particularmente dado el rápido ritmo del cambio tecnológico.

El proceso de adopción de estas regulaciones requiere una fuerte aportación de todas las partes interesadas que tienen experiencia en cómo se implementarían en la práctica, incluidas aquellas que estarían sujetas a las regulaciones. Se deben adoptar regulaciones que sean favorables al crecimiento, que no impidan ni favorezcan a un sector en particular. La política regulatoria de EE. UU. debe revisarse continuamente para modificar o eliminar las regulaciones obsoletas o redundantes o aquellas que crean actividades costosas e improductivas.

---

<sup>26</sup> La CED es una organización regional o local en los Estados Unidos que colabora con empresas y gobiernos para promover el crecimiento económico y el desarrollo en un área específica. Su enfoque principal incluye la creación de empleo, la atracción de inversiones y la mejora de la economía local o regional.

## CONCLUSIÓN

En el transcurso del presente trabajo, se ha realizado un análisis de una serie de decisiones políticas y acontecimientos económicos que han ejercido un profundo impacto en la economía de los Estados Unidos. Desde la participación en conflictos bélicos de alto coste hasta la adopción del Acuerdo de Bretton Woods, atravesando la crisis del petróleo y la crisis financiera de 2007. Cada uno de estos episodios ha dejado una huella significativa en la moneda de Estados Unidos y en la orientación de su economía.

Una observación de trascendencia que emerge de este análisis es la constante pérdida de valor de la moneda estadounidense y la expansión masiva de la deuda nacional. Estos fenómenos no son accidentales, sino que están intrínsecamente entrelazados con las determinaciones políticas a lo largo de la historia económica de Estados Unidos.

A medida que la moneda se deprecia y la deuda persiste en su acumulación, es evidente que la economía de la nación ha ingresado en una peligrosa senda estructural. Importa reconocer que estos elementos no son sostenibles a largo plazo y, si no son abordados de manera adecuada, pueden desencadenar una crisis económica de gran envergadura, específicamente, una crisis de deuda.

Uno de los resultados fundamentales de esta investigación es la inclinación de los agentes políticos a tomar decisiones que, a pesar de presentar una apariencia de beneficio a corto plazo, frecuentemente generan problemáticas económicas de considerable magnitud en el porvenir. Este comportamiento, impulsado por diversas motivaciones y presiones, ha dejado una marca indeleble en la economía de Estados Unidos a lo largo de su historia.

La continua búsqueda de resultados a corto plazo con el propósito de resguardar los intereses políticos individuales o partidistas ha dado lugar a decisiones que incluyen la devaluación de la moneda o la imposición de tipos de cambio artificiales, como sucedió en el período de entreguerras. En lugar de optar por políticas económicas sostenibles, se han preferido soluciones de corto plazo que, en muchas ocasiones, han derivado en distorsiones económicas a largo plazo.

Este comportamiento se advierte también en el período de Bretton Woods, donde se prometió un crecimiento y una estabilidad fundamentados en políticas expansionistas, lo que en realidad condujo a políticas altamente ineficaces. Esta búsqueda de crecimiento inmediato se tradujo en una inflación descontrolada, erosionando el valor de la moneda y sembrando las semillas de futuros problemas económicos.

Además, cuando las políticas de Bretton Woods finalmente colapsaron, desencadenando la crisis del petróleo, en lugar de afrontar eficazmente los problemas subyacentes, se optó por soluciones de corto plazo que únicamente postergaron el ajuste económico inevitable. Esto refleja una carencia de visión a largo plazo y una propensión a eludir problemas críticos en lugar de abordarlos de manera integral.

Un factor adicional que ha contribuido a la inestabilidad económica es la manipulación de las previsiones por parte de actores externos, como las agencias de calificación estadounidenses. Ejemplos destacados incluyen la inflación de la burbuja inmobiliaria de 2007 debido a calificaciones infladas, que finalmente precipitó en una

crisis financiera. Esto resalta cómo los intereses individuales pueden distorsionar la percepción económica y llevar a decisiones erróneas que socavan la estabilidad financiera.

Todo lo anteriormente expuesto sienta las bases para los hallazgos de esta investigación, que concluye que la acumulación de deuda pública en los Estados Unidos ha alcanzado proporciones alarmantes, superando los 33 billones de dólares, y continúa aumentando a un ritmo vertiginoso, con más de 1 billón de dólares agregados en lo que va del año. Este crecimiento desmesurado de la deuda se atribuye principalmente a políticas económicas que priorizan con frecuencia el gasto a corto plazo sobre la responsabilidad fiscal a largo plazo.

Uno de los efectos inmediatos de esta creciente deuda es la depreciación del valor real del dinero. A medida que el gobierno emite más bonos y toma préstamos para financiar sus operaciones y programas, la moneda estadounidense se deprecia gradualmente. Esto se traduce en un aumento de los precios y en una reducción del poder adquisitivo de los ciudadanos, lo que puede erosionar su calidad de vida y su capacidad para ahorrar e invertir.

Se ha puesto en evidencia cómo la tendencia histórica de aplicar políticas monetarias tan agresivas, a menudo ha desencadenado en recesiones económicas lideradas por procesos inflacionistas. A medida que el gobierno se endeuda cada vez más, se eleva la probabilidad de que surjan crisis financieras que requieran medidas correctivas radicales, lo que, a su vez, puede dar lugar a períodos de recesión económica. Esto puede repercutir negativamente en la estabilidad financiera y el bienestar de la población en general.

Adicionalmente, resulta inquietante observar cómo algunos de los principales tenedores de deuda estadounidense, como China y Emiratos Árabes Unidos, están reduciendo sus inversiones y deshaciéndose de la deuda. Esta disminución en la demanda extranjera de deuda estadounidense plantea retos adicionales para la sostenibilidad de la deuda y puede incrementar los costos de financiamiento del gobierno.

En vista de estos factores, es plausible concluir que los Estados Unidos encaran el riesgo de adentrarse en una recesión económica en un futuro no demasiado lejano. Abordar esta coyuntura requerirá de ajustes económicos dolorosos y una reconsideración de las políticas fiscales y monetarias con el fin de restablecer la estabilidad financiera y preservar el valor de la moneda. La necesidad de medidas responsables y a largo plazo se torna aún más apremiante en un contexto de creciente deuda y desafíos económicos.

Por lo tanto, la solución a los desafíos económicos que confronta Estados Unidos demanda un enfoque en ajustes estructurales de envergadura. Esto implica una disminución del gasto público y un aumento en la productividad económica. A pesar de que estos ajustes puedan resultar onerosos a corto plazo, resultan ineludibles para lograr una estabilidad financiera a largo plazo y recuperar la posición mundial de la nación.

La reducción del gasto público entraña la toma de decisiones complejas en cuanto a la asignación de recursos y programas gubernamentales. A su vez, es preciso perseguir la eficiencia en el gasto y la eliminación de partidas superfluas, al tiempo que se asegura la preservación de los servicios esenciales para los ciudadanos. Esto requerirá un

## Crisis del Siglo XX y su Impacto en la Futura Crisis de Deuda Pública

liderazgo político valeroso y una planificación estratégica de largo alcance con el propósito de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Por otro lado, el incremento de la productividad económica se presenta como esencial para impulsar un crecimiento sostenible. Esto implica la inversión en educación, tecnología e infraestructura, además de fomentar la innovación y la competitividad como elementos fundamentales de la recuperación. Aunque tales transformaciones puedan demandar un tiempo considerable para materializarse, se erigen como pilares esenciales para asegurar la prosperidad económica a largo plazo.

En definitiva, los Estados Unidos de América se ubican en un momento crítico de su historia económica y encaran un período de cambio estructural ineludible. Si el país está dispuesto a enfrentar estos desafíos y a implementar medidas audaces para abordarlos, ostenta el potencial de recuperar su posición mundial y garantizar un futuro económico más robusto y estable. El trayecto por delante se prevé arduo, pero resulta imprescindible para salvaguardar la prosperidad y la estabilidad en el largo plazo.

## BIBLIOGRAFÍA

- Adebambo, Biljana, Paul Brockman, y Xuemin (Sterling) Yan. 2015. «Anticipating the 2007-2008 Financial Crisis: Who Knew What and When Did They Know It?» En *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, de Biljana Adebambo, Paul Brockman y Xuemin (Sterling) Yan, 647-69. Cambridge: Cambridge University Press.
- Albinet, Charles, y Martin Kessler. 2022. *The Coming Debt Crisis (MONITORING LIQUIDITY AND SOLVENCY RISKS)*. Finance for Development Lab.
- Analysis, Bureau of Economic, National Bureau of Economic Research, y Game of Trades. 2023. «Default Rate Above Financial Crisis Levels.» Game of Trades. *Delinquency Rate on Credit Card Loans, Banks Not Among the 100 Largest in Size by Assets*. St.Louis.
- Aparicio, Adolfo. 2021. *Calculo Financiero*. Madrid: Paraninfo.
- Barnett, Michael, y Raymond Duvall. 2005. «Power in International Politics.» *International Organization* 39-75.
- Bayoumi, Tamim, y Barry Eichengreen. 1994. «Macroeconomic Adjustment Under Bretton Woods and the Post-Bretton-Woods Float: An Impulse-Response Analysis.» *The Economic Journal* 813-827.
- Becerra, Santiago Niño, y Mónica Martínez Blasco. 2004. *El precio del petróleo y el PIB per capita, 1970-2004*. BOLETÍN ECONÓMICO DE ICE N° 2820.
- Bilello, Charlie. 2022. «US Government Spendig and US Federal Tax Receipts.» Creative Planing. *US Government Spendig and US Federal Tax Receipts*. New York.
- Bloomberg. 2023. «CDS Spread.» Bloomberg. *CDS Spread*. New York.
- Bloomberg, y Tavi Costa. s.f. *US ISM Manufacturing: Consecutive Months Below 48*.
- Bloomberg, y Tavi Costa. 2023. «US ISM Manufacturing: Consecutive Months Below 48.» Bloomberg. *US ISM Manufacturing: Consecutive Months Below 48*. New York.
- Bloomfield, Arthur I. 1958. *Monetary Policy under the International Gold Standard: 1880-1914*. New York: Federal Reserve Bank of New York.
- Cohen, Daniel, y Brendan Harnoys-Vannier. 2023. *THE RESISTIBLE RISE OF EXTERNAL DEBT IN THE GLOBAL SOUTH (2011-2021)*. Finance for Development Lab.
- Coleman, Vernon. 1988/89. «Labor Power and Social Equality: Union Politics in a Changing Economy.» *Political Science Quarterly* 687-705.

- Costa, Otavio, y Bloomberg. 2023. *Consecutive moths below 48*. Investigación, New York: Crecat Capital.
- DANIELS, MITCH, LEON PANETTA, y TIM PENNY. 2022. *Risks and Threats from Deficits and Debt*. Committee for a Responsible Federal Budget.
- Development, Committe for Economic. 2023. *Debt Matters: A Road Map for Reducing the Outsized US Debt Burden to 70% of GDP*. Informe, New York: Solutions Briefs.
- Diwan, Ishac, Brendan Harnoys-Vannier, y Martin Kessler. 2023. *IDA in the debt crisis: Exploring feasible deals through comparability of treatments and new loans*. Finance for Development Lab.
- Dixon, Lloyd, Noreen Clancy, y Krishna B. Kumar. 2012. «Hedge Funds and the Financial Crisis of 2007–2008.» En *Hedge Funds and Systemic Risk*, de Lloyd Dixon, Noreen Clancy y Krishna B. Kumar, 39-62. New York: RAND Corporation.
- Eichengreen, Barry, y Peter Temin. 2000. «The Gold Standard and the Great Depression.» *Cambridge University Press* 183- 207.
- FHA, y Reventure Consulting. 2023. «Debt to Income Ratio for All Homebuyers 1998-2023.» re:venture consulting. *Debt to Income Ratio for All Homebuyers 1998-2023*. St. Louis.
- FHFA, y Reventure Consulting. s.f. *The Kobeissi Letter*. <https://www.thekobeissiletter.com/pricing>.
- Ford, A. G. 1960. «Notes on the Working of the Gold Standard before 1914.» *Oxford University Press* 52-76.
- Ford, Gerald, entrevista de Canal ABC. 1974. (8 de Octubre).
- FRED. 2023 "B". «Net Percentage of Domestic Banks Tightening Standards for Commercial and Industrial Loans to Large and Middle-Market Firms.» FRED. *Net Percentage of Domestic Banks Tightening Standards for Commercial and Industrial Loans to Large and Middle-Market Firms*. New York.
- FRED. 2023 "A". «Unemployment Level.» FRED. *Permanent Job Losers*. Washington D.C.
- Friedman, Milton. 1957. *A Theory of the Consumption Function*. New Jersey: Princeton University Press.
- Friedman, Milton, y Anna Schwartz. 1963. *A Monetary History of the United States*. New Jersey: Princeton University Press.
- Gallal, Ahmed, Anne-Laure Kiechel, Carlos Lopes, Keith Nurse, José Antonio Ocampo, Annalisa Prizzon, Lilliana Rojas-Suarez, y Rolph van der Hoeven. 2023. *The raw*

*reality of the growing (external) debt crisis: A call to action.* New York: United Nations (Committee for Development Policy).

Goodfriend, Marvin. 2021. «Interest Rate Policy and the Inflation Scare Problem: 1979–1992.» En *The Inflation Scare Problem*, de Marvin Goodfriend, 3-23. New York: Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly.

Gordon, Robert J. 2018. *Friedman and Phelps on the Phillips Curve Viewed from a Half Century's Perspective*. Washington D.C: National Bureau of Economic Research.

US Government. 2023. *fiscaldata.treasury.gov*. <https://fiscaldata.treasury.gov/americas-finance-guide/national-debt/#:~:text=The%20U.S.%20debt%20to%20GDP,GDP%20were%20approximately%2016.7%20trillion>.

Graf, Rüdiger. 2014. «Claiming Sovereignty in the Oil Crisis "Project Independence" and Global Interdependence in the United States, 1973/74.» *Historical Social Research* 43-69.

Greenfield, Robert L., y Hugh Rockoff. 1995. «Gresham's Law in Nineteenth-Century America.» *Journal of Money, Credit and Banking* 1086-1098.

Hawtrey, R. G. 1919. «The Gold Standard.» *Oxford University Press on behalf of the Royal Economic Society* 428-442.

Hume, David. 1741. *Ensayos Morales y Políticos*. Escocia: Printed for Alexander Kincaid.

IMF. 2013. «Adding to the Pille.» International Monetary Found. *Adding to the Pille*. Washington.

Insights, S&P Global Ratings Credit Research &. 2023. «Defaults in August reach their highest monthly tally since 2009.» *The Kobeissi Letter*. *August defaults since 2009 by type*.

James, Harold. 2012. «The multiple contexts of Bretton Woods.» *Oxford Review of Economic Policy* 411-430.

Lecture, Homer Jones Memorial. 1991. *US Policy in the Bretton Woods Era*. St. Louis: Whashington University Press.

Letter, The Kobeissi. 2023. *US National Debt Ceiling*. New York: The Kobeissi Letter.

Lewis, Antony. 2018. *The Basis of Bitcoin and Blockchains*. Mango Media.

McBride, James, Andrew Chatzky, y Anshu Siripurapu. 2020. *The National Debt Dilema*. Council on Foreign Relations.

McBride, James, Andrew Chatzky, y Anshu Siripurapu. 2020. *The National Debt Dilemma*. Informe de Investigación, New York: Council on Foreign Relations.

- McKinnon, Ronald I. 1982. «Currency Substitution and Instability in the World Dollar Standard.» *American Economic Association* 320-333.
- Meltzer, Allan H. 1991. *Reservas de oro de los EEUU contra las obligaciones frente a terceros*. Washington University of St. Louis., St. Louis.
- Meltzer, Allan H. 1991. *U.S. Policy in the Bretton Woods Era*. Washington: Washington University, 54-83.
- NBER. 2023 "A". «10-Year/3-Month U.S. Treasury Yield Spread and U.S. Recessions.» Finance, Bloomberg; Research, National Bureau of Economic; Trades., Game of. *2022 Inversion is at the Same Level as 1928*. New York.
- NBER. 2023, "C". «Job Opening are Collapsing.» Analysis, Bureau of Economic; Research, National Bureau of Economic; Game of trades. *Job Openings: Total Nonfarm*. Washington D.C.
- NBER. 2023 "B". «Some Signals Were Fed Induced.» Game of Trades. *Federal Funds Effective Rate*. New York.
- NBER, y Indices S&P Down Jones. 2023 "D". «The Yield From Cash Now Exceeds That of Stocks.» Game of Trades. *S&P 500 Earnings Yield Less the Three-Month Treasury Bill Rate*. New York.
- NBE. 2023 "A". «Effective Federal Funds Rate.» Economic, Bureau of; Economic, National Bureau of; Trades, Game of. *Effective Federal Funds Rate*. New York.
- NBE. 2023 "B". «GDP Deflator.» Trading Economics. *GDP Deflator*.
- Papers, IMF Working. 2021. *Are We Heading for HIPC 2.0?* IMF.
- Paul, Ron. 2011. *Gold, Peace and Prosperity*. EEUU: Ludwig von Mises Institute.
- Paul, Ron, y Lewis Lerhman. 1982. *The Case of Gold*. New York: Pocket Books.
- Radcliffe, Christopher, Arthur D. Warga, y Thomas D. Willett. 1984. «Currency Substitution and Instability in the World Dollar Standard: Comment.» *The American Economic Review* 1129-1131.
- Board of Governors of the Federal Reserve. 2023. «Aggregate Credit Card Balance.» Reserve, Board of Governors of the Federal; Trades, Game of. *Public Debt is Projected to Skyrocket*. New York.
- Federal Reserve. 2023. «Países calificados en apuros.» Federal Reserve Bank. *Países calificados en apuros*. EEUU.
- ROUBINI, NOURIEL. 2022. «The Stagflationary Debt Crisis Is Here.» *Project Syndicate* 1.

- Roubini, Nouriel, y Stephen Mihm. 2011. *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*. New York: Penguin Books.
- Shelton, Judy. 2011. *Fixing the Dollar Now: Why US Money Lost Its Integrity and How We Can Restore It*. EEUU: Atlas Economic Research Foundation.
- Shiller, Robert. 2023. «S&P500 Earnings Yield Going Back to 1910.» *Game of Trades. The S&P Composite index's Trailing 10-year Nominal Earnings Yield*. New York.
- Shkliarevsky, Gennady. 2023. *MADE IN AMERICA: THE DEBT CRISIS USA*. SSRN.
- Stavrakeva, Vania, y Jenny Tang. 2018. *The Dollar During the Global Recession: US Monetary Policy and the Exorbitant Duty*. Federal Reserve Bank of Boston.
- Steil, Ben. 2013. *The Battle of Bretton Woods*. New York: Princeton.
- Strategy, BofA Global Investment, y Bloomberg. 2023. «US government debt >\$33tn..." higher-for-longer".» BofA GLOBAL RESEARCH. *US national debt (Stn) and US debt ceiling (St)*. USA.
- Temin, Barry Eichengreen and Peter. 2000. «The Gold Standard and the Great Depression.» *Contemporary European History* 183-207.
- Williamson, John. 1989. *What Washington Means by Policy Reform*. Washington D.C: Institute for International Economics.
- Wright, Mark L.J., y Amy Smaldone. 2023. *Are Developing Countries Facing a Possible Debt Crisis?* St. Louis: Federal Reserve Bank.

## ANEXOS

### 13 ANEXO 1: ÍNDICE ILUSTRACIONES

Ilustración 1. Obligaciones frente a terceros y reservas de oro de EEUU.....	12
Ilustración 2. Índice de la relación entre el IPC de EE. UU. y el IPC ponderado por el comercio. ....	15
Ilustración 3. Relación entre los costes laborales unitarios de EE. UU. y los costes laborales unitarios ponderados por el comercio. ....	16
Ilustración 4. Índice de tipo de cambio real del dólar.....	18
Ilustración 5. Precios de tres tipos de petróleo en dólares constantes del (1970-2004).....	21
Ilustración 6. Evolución del deflactor del PIB de los EE. UU.....	21
Ilustración 7. Deuda de EEUU ajustada a la inflación, en dólares de 2023. ....	27
Ilustración 8. Reservas de divisas de economías de mercados emergentes.....	28
Ilustración 9. ISM Manufacturero de EE. UU.: meses consecutivos por debajo de 48.....	36
Ilustración 10. Evolución de la expansión de los CDS en EE. UU. ....	37
Ilustración 11. Diferencial de rendimiento del Tesoro de EE. UU. de 10 años y 3 meses; recesiones de EE.UU.....	37
Ilustración 12. Rendimiento de las ganancias de S&P 500 menos la tasa de los bonos del Tesoro a tres meses.....	39
Ilustración 13. El rendimiento de las ganancias nominales a 10 años del índice compuesto S&P. ....	39
Ilustración 14. Tasa efectiva de los fondos federales. ....	40
Ilustración 15. Cambio % con respecto al año anterior, medido por la pérdida de trabajos permanentes. ....	41
Ilustración 16. Las ofertas de trabajo están colapsando.....	42
Ilustración 17. Tasa efectiva de los fondos federales. ....	43
Ilustración 18. Número de países en dificultades de pago de deuda. ....	45
Ilustración 19. Diferenciales de bonos soberanos y calificaciones crediticias de los países en desarrollo, diciembre de 2019.....	45
Ilustración 20. La distribución de las calificaciones soberanas de S&P.....	46
Ilustración 21. Países calificados en apuros.....	46
Ilustración 22. Deuda federal en poder del público como parte del PIB. ....	49
Ilustración 23. Deuda nacional de EE. UU. (bn) y techo de la deuda de EE. UU. (bn) .....	50

Ilustración 24. Gasto del gobierno de EE. UU., después de 12 meses (cambio por % a partir de julio de 2023). .....	51
Ilustración 25. Recibos de impuestos federales de EE. UU., después de 12 meses (cambio del % de YoY a partir de julio de 2023).....	51
Ilustración 26. Pagos de intereses personales. ....	52
Ilustración 27. Tasa de morosidad en préstamos con tarjeta de crédito.....	53
Ilustración 28. Impagos en Agosto desde 2009 por tipo.....	53
Ilustración 29. Relación deuda/ingresos para todos los compradores de vivienda 1998-2023. ....	54
Ilustración 30. Saldo agregado de las tarjetas de crédito. ....	54
Ilustración 31. Porcentaje neto de bancos nacionales que endurecen las condiciones para préstamos comerciales e industriales a empresas medianas y grandes. ....	56
Ilustración 32. Evolución de la reducción de la deuda hasta el 70%. ....	58