

Las morfologías de las cinco crisis económicas de Estados Unidos, posteriores a 1970

The Morphology of US five crisis after 1970

Guillermo Vitelli

Profesor de la Universidad Nacional de Buenos Aires
<<vitelli@arnet.com.ar>>

Journal of Economic Literature (JEL):
051, F34, E66

Palabras clave:
Estados Unidos,
Préstamos internacionales
Perspectivas y conclusiones
generales

Key words:
United State
International lending
General Outlook Conditions,

Desde la ruptura de los acuerdos firmados en Bretton Woods, al comienzo de la década de 1970, la economía estadounidense registró cinco crisis que están insertas y que a su vez se derivan de su lógica macroeconómica conformada por dos déficit simultáneos, el de las cuentas fiscales y el del comercio con el exterior. El marginamiento de parte de los acuerdos de posguerra quebró el corset monetario impuesto por la convertibilidad del dólar con el oro, facultando su financiamiento desde crecientes monetizaciones y titularizaciones financieras. La mayoría de las economías operó facilitando la absorción de la mayor liquidez creando mayores reservas en divisas a pesar del proceso de licuación constante de los activos monetarios estadounidenses. La actual crisis abre la pregunta acerca de su capacidad para continuar reproduciendo su antigua lógica macroeconómica, sosteniendo al dólar como moneda de reserva primaria de valor en gran parte del mundo. **Since the breakdown of the Bretton Woods agreements signed at the beginning of the 1970's, the U.S. economy recorded five crisis embedded and in turn derived from its macroeconomic logic which consists of two concurrent deficits, in the fiscal accounts and in the foreign trade. The marginalization of part of the postwar economic arrangements broke monetary corset imposed by the dollar's convertibility to gold, empowering its funding from increased monetization and securitization financing. Most economies operated by facilitating the monetary absorption creating greater reserves despite the constant process of devaluation of U.S. monetary assets. The present crisis opens the question about their ability to continue implementing their old macroeconomic logic, holding the dollar as primary reserve of value in much of the world.**

La crisis iniciada hacia agosto de 2007 no es nueva. Desde la ruptura de los acuerdos de posguerra consensuados en la ciudad de Bretton Woods, la economía estadounidense contabilizó otras cuatro crisis que se derramaron igualmente sobre todas las naciones, gestando recesiones o mermas en la actividad productiva de extensas áreas del mundo: la primera se expresó durante 1974 y 1975, la segunda entre 1979 y 1982, la tercera, muy corta, se corporizó hacia 1987, la cuarta ocurrió durante 1991 y finalmente a partir de agosto de 2007 se explicitó, para muchos, la más intensa crisis desde la segunda posguerra.

El marginamiento de parte de los acuerdos económicos de posguerra iniciado hacia 1971 facilitó que la economía estadounidense quebrase el corset monetario impuesto por la convertibilidad de su moneda con el oro que había sido definida hacia 1944, iniciando una creciente monetización y titularización de sus actividades que no le impidió sostener al dólar como moneda de reserva primaria de valor en gran parte del mundo. Las secuencias de las gráficas 1 y 2 que detallan las magnitudes de la emisión monetaria y de la deuda

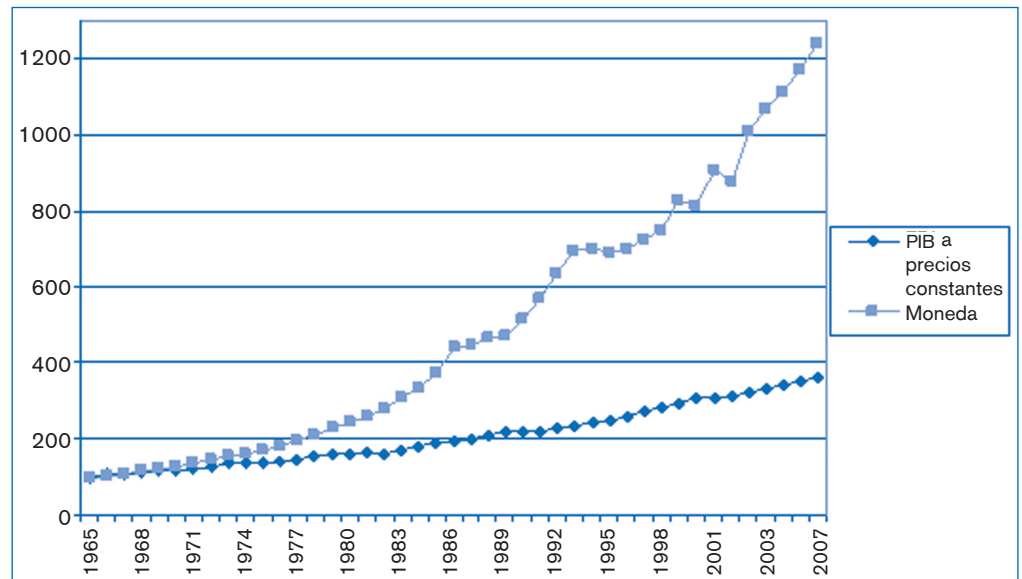
federal en relación al Producto Interno Bruto son por demás expresivas. La inflexión en las curvas se inicia precisamente a comienzos de 1970 y nunca se revirtió.

La utilización por parte de los gobiernos de Estados Unidos de sus reales grados de libertad para expandir emisiones monetarias y deudas con el exterior no ha sido intrascendente impulsando su crecimiento económico. Una fracción de sus expansiones productivas y de consumo fue financiada por una capacidad diferencial para colocar papel moneda y títulos públicos y privados en el exterior, gestando una economía basada en el crédito y el endeudamiento constante. Pero ello no fue inocuo sobre la evolución cíclica de su macroeconomía: los modos y las razones de la inducción de las mayores emisiones de moneda y títulos, sostenidas por sus dominancias como referentes de valor para el conjunto de las naciones, no fueron ajenos a la formación ni al desenlace de las cinco crisis posteriores a 1970. Al contrario, se encuentran en sus raíces.

Gráfica 1

Estados Unidos.
Emisión de moneda (M2)
y Producto Interno Bruto a
precios constantes.
1965-2007. Números índices:
1965=100.

Fuentes: PIB, Fondo Monetario
Internacional, *Estadísticas
Financieras Internacionales*,
anuarios 1995 y 2007 y M2,
U.S. Board of Governors of
the Federal Reserve System.



1. El enmarque de las crisis: tendencias de largo plazo de la macroeconomía estadounidense

Pueden singularizarse al menos cinco tendencias de largo plazo en la economía estadounidense, que encuadran la secuencia de las crisis iniciadas desde 1971 y que ayudan a comprender sus génesis: una se expresa en el cercenamiento del valor adquisitivo del dólar estadounidense, otras dos están contenidas en la secuencia que siguieron, de modo conjunto, la variación de su actividad económica y el ritmo inflacionario interno, y las dos restantes se derivan de la evolución de dos cuentas macroeconómicas centrales, la del balance comercial con el exterior y la fiscal.

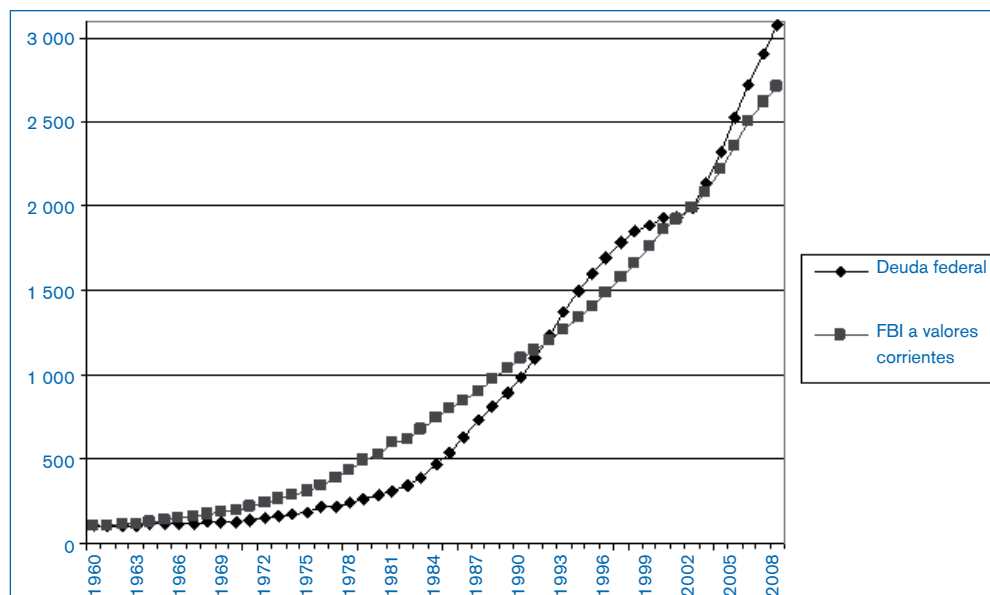
Gráfica 2

Estados Unidos. Deuda federal bruta y Producto Interno Bruto a precios corrientes. 1960-2009. Números índices, 1960=100. Sobre la base de dólares corrientes.

Fuentes: Deuda: U.S. Office of Management and Budget. Tomado de U.S. Census Bureau.

Nota: 2008 y 2009 estimados.

Billones en la concepción sajona. PBI: *ídem* gráfica 1.



La pérdida, en el tiempo, del valor efectivo del dólar como papel moneda no ha sido irrelevante: desde agosto de 1971, al ocurrir la ruptura parcial de los acuerdos macroeconómicos entre las economías más industrializadas, y marzo de 2009, la inflación de precios en Estados Unidos sumó 440%. Ello significa que un dólar billete existente en 1970 validaba, durante la nueva crisis, sólo algo menos de 20% de su capacidad de compra inicial. Ese cercenamiento del valor adquisitivo de la divisa estadounidense fue permanente, y se agudizó durante las crisis económicas y financieras posteriores a 1970, por lo que sus ciclos macroeconómicos no fueron inocuos sobre las licuaciones de sus deudas monetarias y financieras con el mundo.

La evolución de su nivel de actividad en relación a la variación del nivel de precios tampoco es intrascendente. Desde 1971 la economía estadounidense transitó cuatro recesiones que, en alguna parte de sus tramos, contaron inflaciones de precios, reflejando desde esa dualidad sus crisis macroeconómicas y bursátiles. Una primera se explicitó durante 1974 y 1975 y coincide con un salto inflacionario; una segunda se extendió entre 1979 y 1982, y estuvo ligada también a una expansión significativa en los precios internos; una tercera ocurrió a comienzos de la década de 1990 que sumó un nuevo pico en el incremento de los precios; y la cuarta se extendió a partir de 2007, pero conformándose allí deflaciones de precios. La restante crisis, la de 1987, contó una desaceleración en el ritmo de crecimiento del producto en relación a su entorno temporal y un incremento en el nivel inflacionario, pero no una merma en la actividad ni tampoco un salto en la inflación similar a las anteriores¹ –gráfica 3–. Inmersa en esa secuencia cíclica, la economía estadounidense creció, podría decirse, a niveles nada irrelevantes, ya que en los veintiséis años posteriores a 1982, cuando concluyó la segunda crisis, su ritmo de actividad a valores reales se incrementó más de 120%, al tiempo que su población creció cerca de 30%.² En ese lapso transitó sólo una recesión, contabilizada durante la crisis de 1991, y

1. Ningún cuatrimestre contabilizó allí decrecimientos en el nivel de actividad global. Al contrario, todos registraron crecimientos que oscilaron entre 0.4 y 1.75% cuatrimestralmente entre 1986 y 1988.

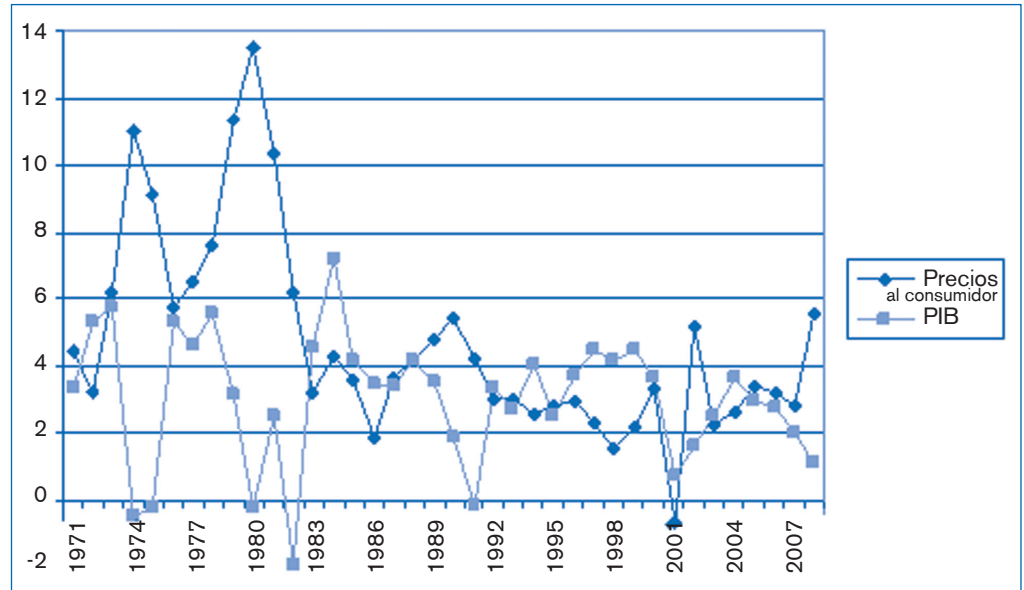
2. PBI sobre la base de informaciones del Bureau of Economic Analysis, US Department of Commerce, a partir de dólares constantes a precios de 2000; población, *Estadísticas Financieras Internacionales*, anuarios del Fondo Monetario Internacional, sección Estados Unidos.

una desaceleración profunda del crecimiento, hacia 2001. Desde allí, la expansión continuó hasta el nuevo tramo recesivo que se patentizó desde 2007 y que se reflejó en una caída pronunciada en la actividad económica luego del tercer trimestre de 2008, que perduró durante gran parte de 2009 (nuevamente gráfica 3).

Gráfica 3

Estados Unidos.
Posicionamiento de las
cinco crisis en el tiempo:
tasas de variación de los
precios y del Producto
Interno Bruto entre 1971 y
2009. Variaciones
porcentuales entre
promedios anuales.

Fuentes: Índice de precios al
consumidor: U.S. Department of
Labor, Bureau of Labor Statistics,
Washington, PBI: FMI, *International
Financial Statistics*, anuario 1995.
Nota: Producto Interno Bruto
evaluado a precios constantes
de 2000.



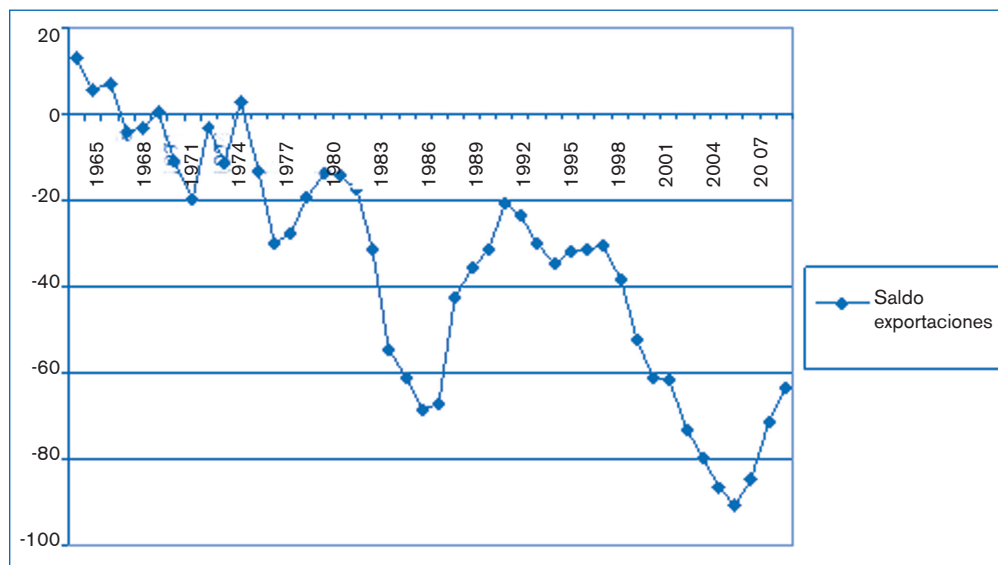
Otras dos tendencias largas, que conforman relaciones causales de los encadenamientos recesivos y expansivos y de las secuencias inflacionarias estadounidenses, se detectan desde la evolución de las cuentas del comercio exterior y de los balances fiscales. Las cinco crisis posteriores a 1971 se enmarcan en tiempos de sostenimiento de dos déficit paralelos: los de la cuenta corriente de mercancías con el exterior y el de la cuenta fiscal. Durante los treinta y ocho años siguientes a la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods, esto es desde 1971, y como tendencia de largo plazo, la cuenta corriente de mercancías en la economía estadounidense fue siempre negativa, excepto un año, 1975, –gráfica 4–. Durante los tiempos de las crisis la magnitud del déficit se redujo en relación a la tendencia histórica o a los años previos, mostrando que las recesiones y las aceleraciones de la inflación indujeron mermas en las importaciones y aumentos de los saldos exportables. Ello se constata durante 1973 y 1975, luego entre 1980 a 1982, posteriormente hacia 1987, luego durante 1991 y 1992 y por último hacia 2007 y 2008 (gráfica 4), exactamente durante las cinco crisis económicas y financieras. Previo a las reducciones, sin embargo, los déficit comerciales se acentuaron de manera considerable.

Las cuentas fiscales fueron igualmente deficitarias desde 1971, excepto los años que van de 1997 a 2001, siguiendo una secuencia nada armónica (gráfica 5). En la visión de largo plazo la permanencia de déficit en las cuentas públicas detalla un comportamiento vinculado en forma directa a la formación de las crisis: justamente, previo a sus explicaciones concretas, los déficit federales tendieron a crecer. Ello se constata entre 1970 y 1973, antecediendo a la primera crisis. Al año siguiente, hacia 1974, las autoridades económicas intentaron mermar el déficit, lográndolo pero sin revertir la cuenta hacia un superávit. Esa minimización del desajuste fiscal perduró poco tiempo y al año siguiente, 1975, volvió a expandirse a niveles mayores que los históricos (gráfica 5).

Gráfica 4

Estados Unidos. Magnitud de los déficit o superávit de la cuenta de mercancías con el exterior en relación al volumen de las exportaciones. Porcentajes. Valores anuales, 1965-2008.

Fuente: Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce.



Al tiempo de la segunda crisis, hacia 1979, se intentó también morigerar el déficit, luego de haber sido, frente a los valores históricos, muy elevado durante los cuatro años anteriores. A pesar de la corrección de 1979, durante los restantes años de la crisis, el déficit fiscal fue nuevamente relevante. La crisis de 1987 repitió las anteriores patologías al estar precedida por elevados rojos fiscales, contabilizados entre 1983 y 1986. Nuevamente se procuró reducirlos, lográndoselo entre 1987 y 1989, en las antecelas de la tercera y cuarta crisis, las de 1987 y 1991 (gráfica 5). Pero la merma del déficit, al igual que en las dos crisis previas, perdió poco tiempo y a partir de allí volvió a crecer, encontrándose la crisis de 1991 inmersa nuevamente en déficit elevados. Luego, sólo se gestaron superávit en las cuentas fiscales entre 1997 y 2001.³ Pero esa reversión no fue inocua sobre el nivel de actividad interna ya que llevó a la recesión contabilizada hacia 2001 (gráfica 3).

La crisis formada desde mediados del 2007 posee una secuencia semejante: primero se acentuó el déficit fiscal, luego de intentos por mermarlo, para posteriormente estabilizarlo en valores no superiores a 2% anual. Pero los correctivos empleados para minimizar los efectos de la crisis, basados en la expansión del gasto, volvieron nuevamente a expandirlo desde comienzos de 2009.

Las constataciones históricas demuestran la formación de claras tendencias repetitivas, donde siempre las crisis macroeconómicas con derrames hacia el exterior fueron precedidas por la acentuación de dos déficit, el del comercio exterior y el fiscal, que demandaban, para ser cubiertos, la emisión de papel moneda y de deuda integrada predominantemente por títulos públicos. Las resultantes fueron la pérdida del valor real del dólar estadounidense y la gestación de picos inflacionarios junto a recesiones económicas. Es así que la secuencia expansiva, no lineal, del nivel de actividad de la economía estadounidense estuvo ligada directamente, en el largo plazo, a la formación de ambos déficit, a sus monetizaciones o titularizaciones y al cercenamiento de la capacidad adquisitiva del dólar. En realidad, para cubrirlos no fueron suficientes solo fondos internos. Debíó lograrse que los agentes económicos y los bancos centrales del conjunto de las restantes naciones aceptaran al dólar estadounidense y a los títulos del gobierno como activos de reserva de

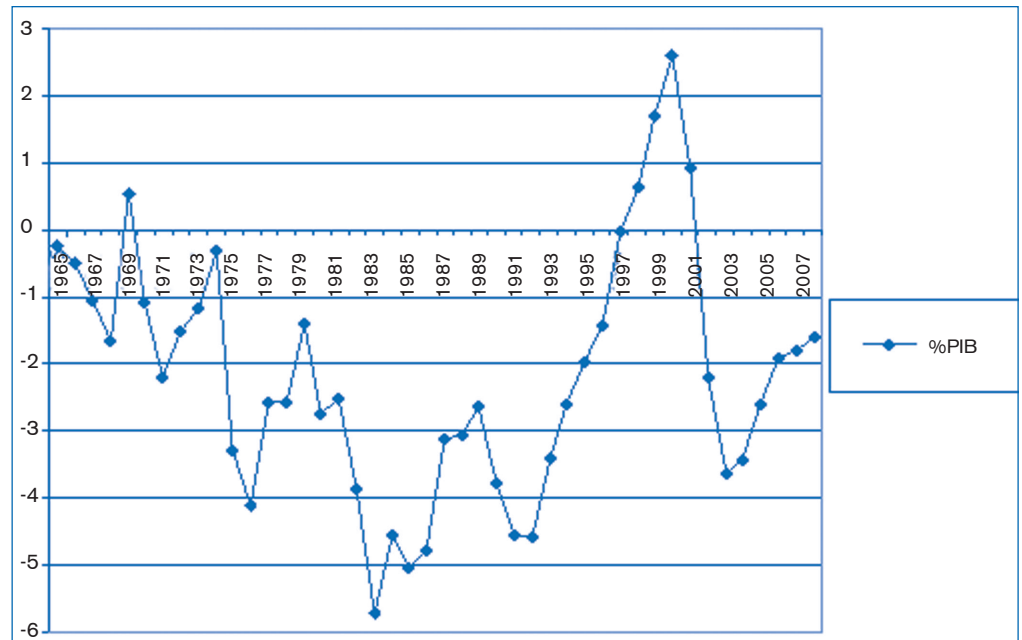
3. Fue decisión expresa del gobierno de Clinton tender hacia superávit fiscales.

valor primario y los acumularan en sus arcas. Precisamente, un comportamiento que se repitió a lo largo de las cuatro décadas posteriores a 1970 y que fue el eje de las lógicas del crecimiento estadounidense.

Gráfica 5

Estados Unidos. Déficit o superávit de las cuentas fiscales en relación al Producto Interno Bruto. Porcentajes. 1965-2008.

Fuentes: U.S. Census Bureau. U.S. Office of Management and Budget. 2007 y 2008: estimados.



2. Modos de financiamiento de los dos déficit

Las dos principales fuentes de financiamiento de ambos déficit han sido las emisiones de papel moneda y de títulos del gobierno. Las estadísticas son extremadamente expresivas. La emisión monetaria creció desde comienzos de la década de 1970 a ritmos superiores al incremento del nivel físico de la producción interna (gráfica 1), mientras que el endeudamiento del gobierno federal comenzó desde 1984 a expandirse a tasas también superiores a las del Producto Interno Bruto (gráfica 2). Precisamente, desde el marginamiento de la restricción a la emisión de la moneda estadounidense acaecida con el quiebre de los acuerdos de Bretton Woods, la deuda federal trepó de manera constante, gestándose una merma en su tasa de expansión sólo cuando las cuentas fiscales contaron superávit, entre 1998 y 2001 (gráfica 2). Pero desde allí creció nuevamente de modo significativo, como había ocurrido desde principios de la década de 1980.

La ligazón entre déficit y creciente monetización ha sido directa. Fue en la antesala de las crisis cuando ambos déficit se incrementaron, induciendo el aumento de las emisiones monetarias y de la titularización con bonos del gobierno. La información detalla que la tasa de expansión de la oferta monetaria creció, en relación al Producto Interno Bruto, durante 1971 y 1972, a partir de 1978 (gráfica 6), durante 1985 y 1986, desde 1990 (gráfica 7) y finalmente luego de 2003 (gráfica 1), precisamente los tiempos previos de cada crisis. Esas mismas fechas coinciden con expansiones de la emisión de títulos públicos del gobierno federal estadounidense (gráfica 2), indicando el modo de financiamiento de ambos déficit. Sin duda, una correlación estadística que identifica claras relaciones causales, inductoras de las cinco crisis.

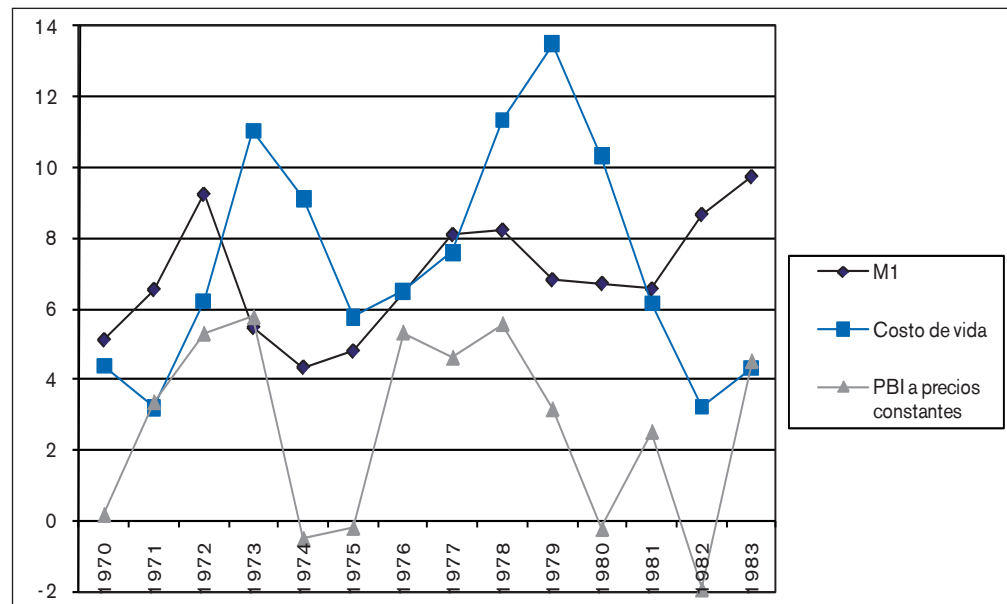
Las cuatro primeras crisis son por demás expresivas ya que indican que en sus tiempos previos la oferta monetaria se expandió en porcentuales superiores a la media histórica, y también con respecto al costo de vida, induciéndose con ello caídas en las tasas internas de interés. Antes de conformarse la primera crisis, entre 1971 y 1972, las tasas de incremento anual de la oferta monetaria treparon hasta cerca de 10% anual, sumando, en los dos años posteriores al marginamiento de la restricción monetaria impuesta por los acuerdos de Bretton Woods, incrementos nominales de la base monetaria cercanos a 16%. Ello antecedió a los incrementos de precios. Esos tiempos se correspondieron ciertamente con los dos años, previos a 1974, de mayor incremento en los déficit fiscales y del comercio exterior de mercancías (gráficas 4 y 5). La segunda crisis tuvo una morfología similar, sumando la base monetaria una expansión de 24% entre 1976 y 1978, nuevamente los años de mayores déficit comerciales y fiscales. Ello antecedió a la segunda recesión inflacionaria de los años setenta, conformándose otro comportamiento repetitivo asociado a la formación de las dos primeras crisis.

Durante los años previos a la tercera, cuarta y quinta crisis, la expansión monetaria fue igualmente significativa al contarse tasas de incremento durante 1985 y 1986 de 32.7%, de 20.8% hacia 1990 y 1991 y de 41.3% entre 2003 y 2007, muy superiores a los incrementos del producto interno logrado en esos entornos temporales.⁴ Las observaciones anteriores señalan indiscutidamente que la formación de ambos déficit paralelos, su secuencia temporal y sus modos de corrección coyunturales se correspondieron directamente con la evolución de la oferta monetaria estadounidense y por ende con el proceso inflacionario de licuación de sus acreencias monetarias.

Gráfica 6

Dos primeras crisis. Estados Unidos. Moneda, Producto Interno Bruto a precios constantes y costo de vida. Variación porcentual respecto al año anterior.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, anuario 1995, sección Estados Unidos.

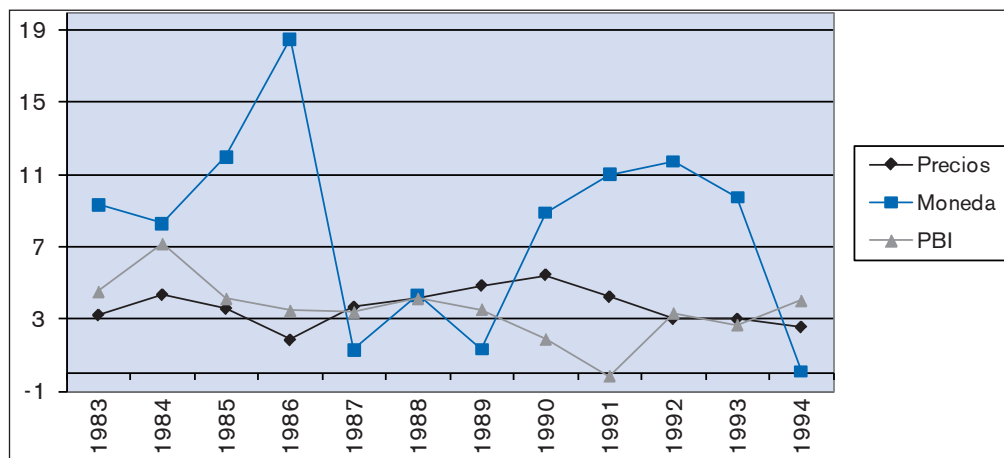


4. Construidos sobre la base del FMI, *International Financial Statistics*, anuarios de los años evaluados.

Gráfica 7

Tercera y cuarta crisis. Estados Unidos. Moneda, Producto Interno Bruto a precios constantes y costo de vida. Variación porcentual respecto al año anterior.

Fuente: Ídem gráfica 6.



3. Maneras empleadas por las autoridades económicas para revertir ambos déficit durante las cinco crisis posteriores a 1971: devaluaciones de la moneda e incrementos del costo del dinero interno

Nada paradójicamente, porque acompañaron las expansiones monetarias y de títulos financiadoras de los déficit, la macroeconomía estadounidense contó previo a las cinco crisis devaluaciones de su moneda e incrementos en las tasas internas de interés respecto de los valores históricos cercanos. Ambos movimientos no fueron inocuos en el desenlace de las crisis. Por el contrario, fueron sus desencadenantes coyunturales ya que indujeron inflaciones locales y mundiales, contrajeron los niveles de actividad económica y cercenaron el valor de las acciones cotizadas en las bolsas, precisamente las expresiones cuantitativas de los tiempos de crisis (gráfica 3).

Los entornos temporales de las dos primeras crisis son muy sugerentes ya que registraron, como expresión más divulgada, repetidas devaluaciones del dólar frente a las monedas de las mayores naciones industrializadas de entonces, mostrando una de las conductas que se repetirían en la economía estadounidense luego del quiebre de los acuerdos de Bretton Woods. Esa tendencia se constata en las otras tres crisis y es corroborada aún hacia finales de 2009, luego de un ciclo de devaluaciones y revaluaciones de la moneda estadounidense. Las razones de la búsqueda de readecuaciones favorables del precio del dólar son comprensibles ya que, con la devaluación de su moneda, el gobierno estadounidense procuraba y procura corregir o minimizar los déficit en las cuentas del comercio externo.

El primer salto devaluatorio posterior a 1971 se registró durante 1972 y 1973 mientras que el segundo es visualizable entre 1977 y 1978 (gráfica 8). En la antesala de la primera crisis la devaluación del dólar fue formulada frente a un número mayor de monedas que en el tramo anterior a la siguiente crisis, la que recorrió de 1979 a 1982. Antes de 1974 el dólar estadounidense se devaluó frente a todas las monedas de las naciones más industrializadas o frente a las que contaban mayores crecimientos de productividad, especialmente respecto del marco alemán, el *guilder* holandés,⁵ el yen japonés, el franco

5. El *guilder* holandés siguió la secuencia del marco alemán, en un claro *crowling peg*.

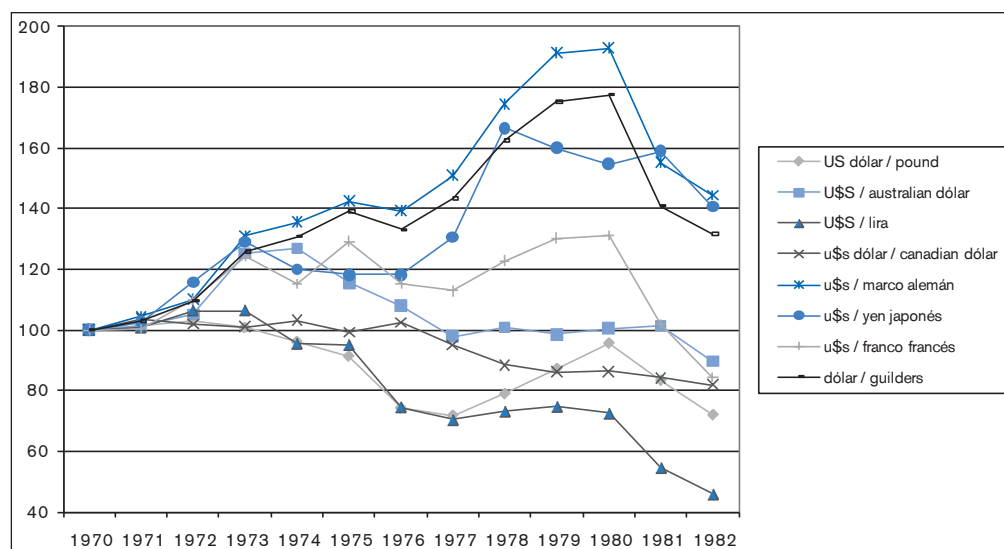
francés y el dólar australiano. También, al comienzo de ese lapso, el dólar se devaluó, aunque en menor medida, frente a la libra esterlina británica, al dólar canadiense y la lira italiana, aunque frente a ellas, e incluso frente al dólar australiano, las devaluaciones no continuaron. Al contrario, la tendencia inicial se revirtió a partir de 1974, expresando seguramente que sus crecimientos de productividad eran inferiores al resto de las naciones industrializadas y también frente al de Estados Unidos.

Esa misma morfología se corporizó durante la segunda crisis. Allí la secuencia devaluatoria, que antecedió de nuevo a la *stangflación*, se concretó, sin embargo, frente a un número menor de naciones que en la crisis previa: ocurrió frente al yen, al franco francés, al marco alemán y al *guilder* holandes, agregándosele la libra esterlina. Respecto a los dólares canadiense y australiano y la lira italiana, la moneda estadounidense no se devaluó, permaneciendo sus paridades prácticamente estables, demostrando frente a esas naciones diferencias no significativas de productividad (gráfica 8). En ese entorno, recorrido de 1977 a 1979, las mayores revaluaciones la registraron el marco y el yen frente a quienes el dólar se devaluó 25 y 40%. Justamente esas eran las monedas de las dos naciones que poseían entonces excedentes relevantes en sus cuentas externas de mercancías frente a Estados Unidos y, seguramente, crecimientos de productividad superiores. Esto indica que, de cara al proceso devaluatorio del dólar estadounidense de la década de 1970, han existido dos bloques diferenciados de naciones de alta industrialización, cuya segmentación continuó hasta el comienzo de la década de los años ochenta, explicitándose, desde esa fractura, una alta volatilidad entre los tipos de cambio de sus monedas y la expresión de la necesidad de devaluación del dólar frente a las monedas de sus socios comerciales excedentarios como mecanismo de reversión de los déficit comerciales o de mejora de su capacidad competitiva empresarial en el comercio exterior.

Gráfica 8

Dos primeras crisis. Tipos de cambio entre el dólar estadounidense y las monedas de ocho naciones industrializadas. Números índices: 1970 = 100.

Fuente: IMF, *International Financial Statistics Yearbook de 1987 y 1995*. Secciones referentes a cada país.



Como consecuencia de las devaluaciones se contabilizaron en los años de 1970 dos saltos en los precios de la economía estadounidense, que se reiteraron en el mundo. El primer pico se registró entre 1973 y 1975 y el segundo entre 1978 y 1981 (gráfica 3),

repetiéndose en ambos tramos las mismas patologías. La correspondencia temporal entre los dos incrementos es notoria: durante la primera crisis el salto en el proceso devaluatorio se registró entre 1972 y 1973 y antecedió a la aceleración de la inflación de precios ocurrida poco después, hacia 1974, cuando se conformó el momento de mayor inflación local y mundial.⁶ La misma secuencia se constata durante la segunda crisis ya que la devaluación se inició hacia 1977, surgiendo luego el pico inflacionario iniciado hacia 1978 (cotejo entre las gráficas 3 y 8). Ello demuestra que la derivación ineludible de las devaluaciones del dólar fue la inducción de procesos inflacionarios en Estados Unidos y en el resto del mundo, que acentuaron las alteraciones en las paridades cambiarias entre las monedas de las naciones industrializadas. Con ello culminó la extensa estabilidad de precios formada desde la segunda posguerra, expresándose su razón de ser en la anatomía deficitaria del comercio exterior estadounidense y en sus correctivos. El mecanismo de transmisión de la devaluación hacia mayores precios no es complejo. Al transarse los bienes del comercio mundial en la moneda que se devaluaba, los agentes económicos procuraron resarcir sus pérdidas desde el incremento en el precio de los activos físicos. La mayor parte de los precios de los *commodities* negociados en los mercados internacionales, fundamentalmente el petróleo, que ingresó en un tramo de embargos por conflictos bélicos, y los productos agrícolas y mineros, registraron incrementos recurrentemente mayores, acelerando la inflación mundial promedio y la percepción de las crisis macroeconómicas. Esto es, el modo de resolución del déficit comercial estadounidense proyectó el cercenamiento del valor del dólar como una derivación ineludible y ventajosa para la economía estadounidense. Pero afectó adversamente a un gran conjunto de naciones que absorbieron los devaneos de las lógicas macroeconómicas estadounidenses a partir de mayores inflaciones.

Las tres crisis restantes señalan una patología similar. Luego de haber transitado el dólar estadounidense entre 1981 y 1985 un proceso revaluatorio respecto de la mayoría de las monedas de las naciones industrializadas, a comienzos de 1986, y saliendo del corset monetario aplicado por las autoridades económicas estadounidenses de entonces, se inició de nuevo un extenso tramo de pérdida en el valor del dólar frente a numerosas monedas. Esa tendencia trascendió lo coyuntural y se instaló como una secuencia de largo plazo conformándose dos picos, uno desde 1987⁷ y el otro durante 1990, precisamente durante la antesala de la tercera y cuarta crisis, estructurándose una tendencia que persistió hasta 1996 (gráfica 9). Las crisis de 1987 y 1991 fueron anteceditas así, repitiendo la morfología de las dos anteriores, por el comienzo de extensas devaluaciones del dólar frente a todas las monedas, especialmente frente al marco y al yen, que se revaluaron desde 1986 en mayor proporción que las de las demás naciones industrializadas. La merma en el valor del dólar, concebida como uno de los correctivos de los déficit comerciales con el exterior, aportó nuevamente a la expansión en el índice inflacionario estadounidense y a la formación de una escalada especulativa que se estructuró durante 1987, confluyendo en la crisis bursátil de octubre, y luego en la stangflación de 1991.

6. La inflación promedio mundial trepó de 5.3% en 1972 a 9% en 1973 y 15.2% en 1974; Vitelli (1986, p. 21).

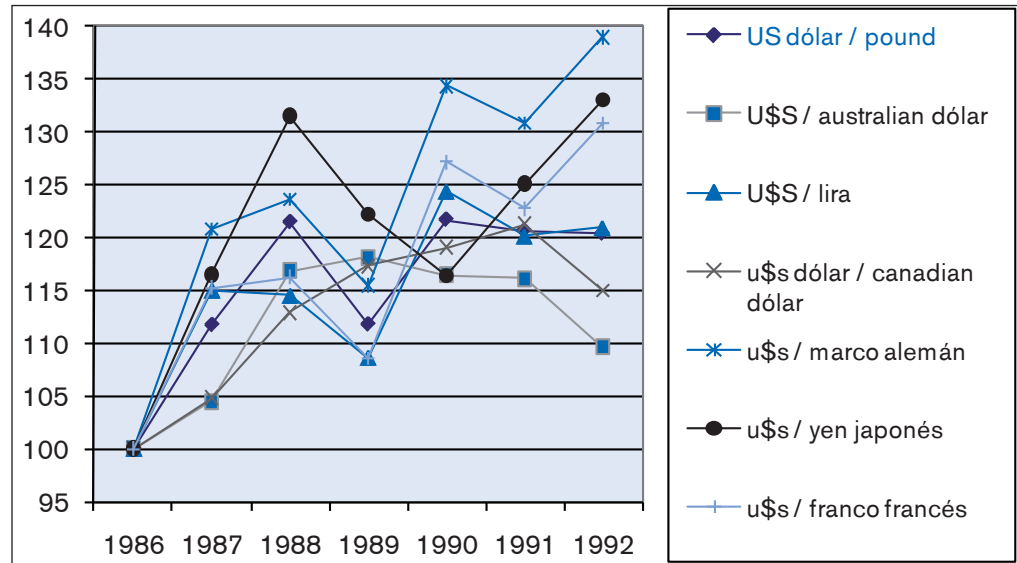
7. Durante 1987 el dólar estadounidense se devaluó 20.8% frente al marco y la guilder holandesa, que operaba pegada al marco, 16.5% frente al yen, 15.2% respecto del franco francés y de la lira italiana y 11.7% frente a la libra esterlina. Fuente, Fondo Monetario Internacional, *International Financial Statistics*, anuario 1995.

La quinta crisis señala un derrotero semejante. Fue a partir de 2003 cuando el dólar estadounidense se devaluó (gráfica 10), en especial frente al euro, induciendo igualmente

Gráfica 9

Tercera y cuarta crisis. Tipos de cambio entre el dólar estadounidense y las monedas de ocho naciones industrializadas. Números índices: 1986=100.

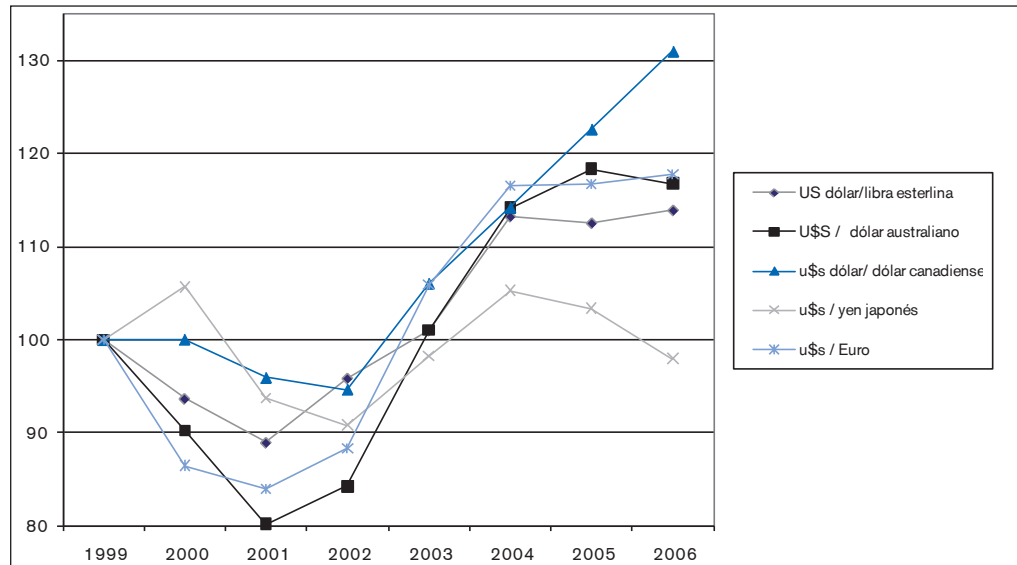
Fuente: IMF, *International Financial Statistics Yearbook* de 1987 y 1995. Secciones referentes a cada país.



Gráfica 10

Quinta crisis. Tipos de cambio entre el dólar estadounidense y las monedas de cuatro naciones industrializadas y del numerario europeo. Números índices: 1999=100.

Fuente: *ídem* gráfica 9.



una nueva escalada de precios de los *commodities* transados en los mercados mundiales⁸ y la conformación del entorno y de las relaciones macroeconómicas que desencadenarían la quinta crisis.

En paralelo a las devaluaciones de la moneda estadounidense, al tiempo de las cinco crisis y de la acentuación de la inflación interna, las autoridades monetarias implementaron, también como correctivo, incrementos en las tasas de interés. Todos los picos inflacionarios y la presencia de déficit fiscales motivaron, como respuesta de las autoridades económicas, la aplicación de políticas monetarias restrictivas.⁹ que llevaron a la merma

8. El precio del petróleo alcanzó su cotización máxima hacia 2008, siendo acompañando de modo coincidente por la evolución de los precios agrícolas y mineros.

9. Esa descripción se encuentra en *History of the Eighties, Lessons for the Future* (1997, p. 4).

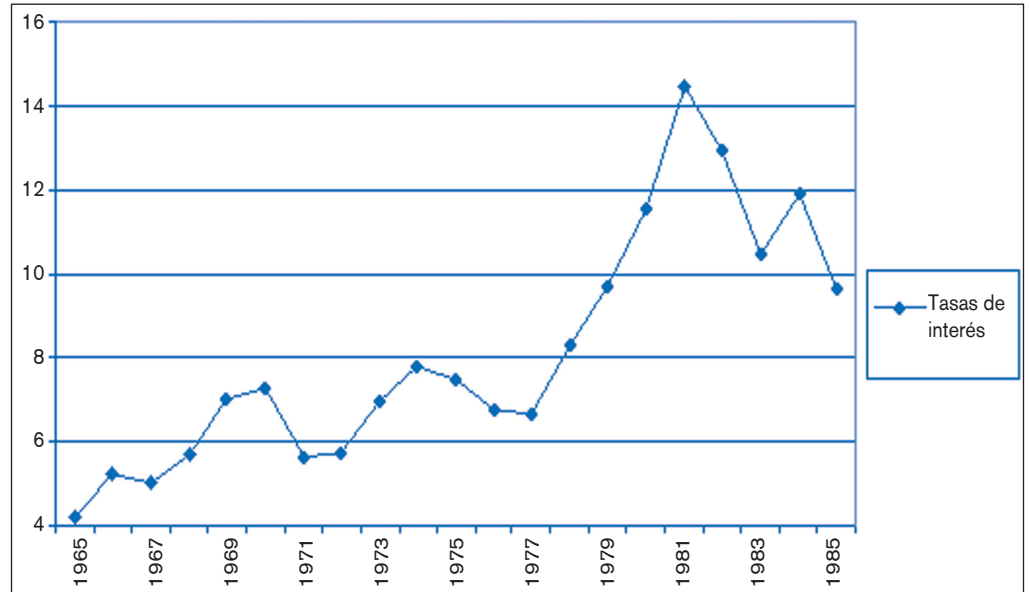
premeditada en los ritmos de actividad y de consumo como mecanismos correctores. Ello correspondió, de nuevo, con la explicitación formal de las crisis.

Las dos primeras estuvieron nitidamente antecedidas y enmarcadas por incrementos de las tasas internas de interés. Una expansión ocurrió primero hacia 1973 y 1974 y otra luego a partir de 1978, contándose el pico máximo hacia 1981 (gráfica 11).

Gráfica 11

Estados Unidos, dos primeras crisis. Tasas de interés y rendimiento de los bonos de gobierno. Títulos de corto y mediano plazos. Porcentajes promedio anuales.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, anuario 1995.



Esos movimientos volvieron a expresarse en la tercera y cuarta crisis. Una trepada del costo del dinero se inició hacia 1987, luego de contarse un fuerte incremento, de tipo especulativo, en los precios de las acciones, que persistió hasta agosto de 1990, los tiempos de la antesala de la cuarta crisis.¹⁰ El incremento en el precio del dinero inducido hacia 1987 por una política monetaria restrictiva no fue inocuo en la conformación de expectativas no positivas. La percepción de posibles nuevos incrementos, no de baja cuantía, en las tasas de interés gestó, por su derivación en reducciones en las tasas de ganancia y en las demandas de consumo y de inversiones, uno de los máximos retrocesos diarios en el valor de las acciones y de los títulos cotizados en los mercados bursátiles estadounidenses, siendo ello la expresión de la crisis.¹¹ La cuarta *stangflación* se enmarcó igualmente en esa misma secuencia de incrementos en el costo del dinero, contándose los picos hacia 1989 y 1990 (gráfica 12). Por último, la quinta crisis cuenta también en sus momentos previos aumentos en las tasas de interés que inducirían las llamadas debacles del *subprime* y el *default* de no pocos tomadores de préstamos hipotecarios.¹²

10. A fines de julio de 1990 el índice Dow Jones fue de 2905.2 para caer desde allí a 2452.5 dos meses después; Williamson (2008).

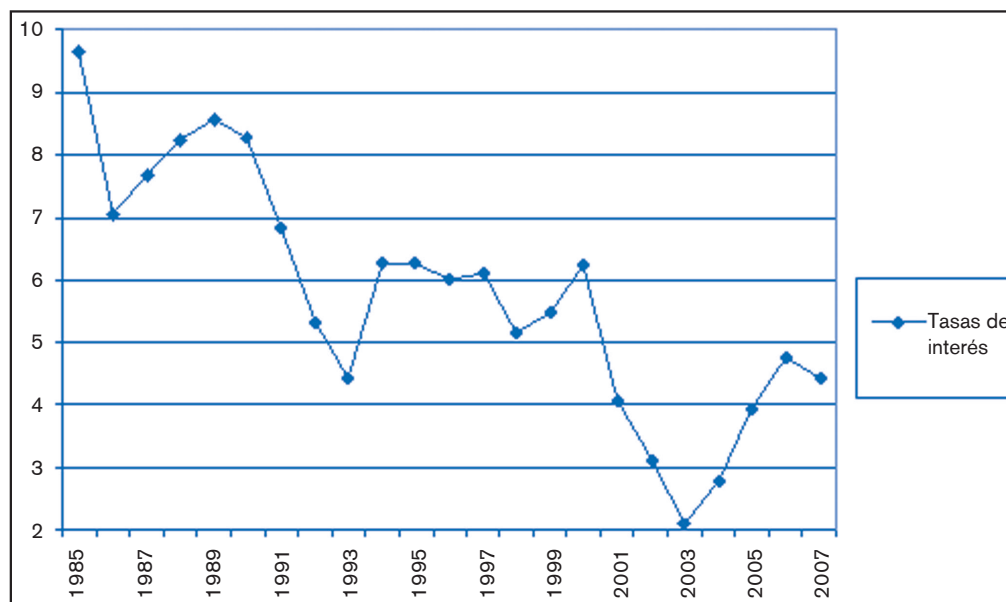
11. El 31 de diciembre de 1986 el índice Dow fue de 1895.95 puntos y el 25 de agosto de 1987, menos de ocho meses después, había trepado a 2722.42, para caer el lunes 19 de octubre de 1987 a 1738.74, luego de haber cerrado el viernes anterior en 2246.74 puntos. Tomado de Williamson (2008).

12. Las tasas de interés de los préstamos hipotecarios crecieron durante 2006 y 2007 alcanzando porcentuales cercanos a 6.5% anual luego de haber estado posicionados algo por debajo de 6% los tres años previos. Los papeles del tesoro tuvieron incrementos más significativos al pasar sus rendimientos desde cerca de 1% anual en 2003 a 5% en 2006. Información del U.S. Census Bureau, *Board of Governors of the Federal Reserve System*.

Gráfica 12

Estados Unidos, tercera, cuarta y quinta crisis. Tasas de interés y rendimiento de los bonos de gobierno. Títulos de corto y mediano plazos. Porcentajes promedio anuales.

Fuentes: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, anuario 1995 y Board of Governors of the Federal Reserve System de Estados Unidos.



4. La reacción de las demás naciones

El conjunto de las naciones no permaneció al margen de los devaneos de las crisis estadounidenses ni de sus derroteros macroeconómicos. Dos tendencias globales, construidas durante los años que van de 1970 a 2008, que involucran al precio del dinero al interior de Estados Unidos en relación a las tasas de interés externas y a los volúmenes de reservas líquidas en las arcas de las demás naciones, explican sus respuestas a la sucesión de crisis económicas estadounidenses.

En el largo plazo se constata que la economía estadounidense tendió a operar con tasas de interés internas nominales inferiores a gran parte de las demás naciones industrializadas. Ese posicionamiento se repitió durante extensos tramos de los treinta años posteriores a 1976. Las excepciones a esa regla son expresivas y conforman un explicativo de las conductas macroeconómicas entre las naciones: las economías de Japón, durante todos esos años, y la alemana en el tramo que va de 1977 a 1989 y posteriormente en dos lapsos más cortos, posicionaron su costo del dinero por debajo del estadounidense (gráfica 13). Esas naciones poseían en aquellos tiempos frente a Estados Unidos saldos favorables en el comercio exterior. Por el contrario, las demás naciones más industrializadas definieron tasas por encima de las estadounidenses. Esto quiere decir que las naciones que no acumulaban acreencias en moneda estadounidense desde su comercio exterior de mercancías respecto de Estados Unidos procuraron captar fondos líquidos, en monedas y títulos predominantemente estadounidenses, desde porcentuales más elevados de sus tasas de interés.

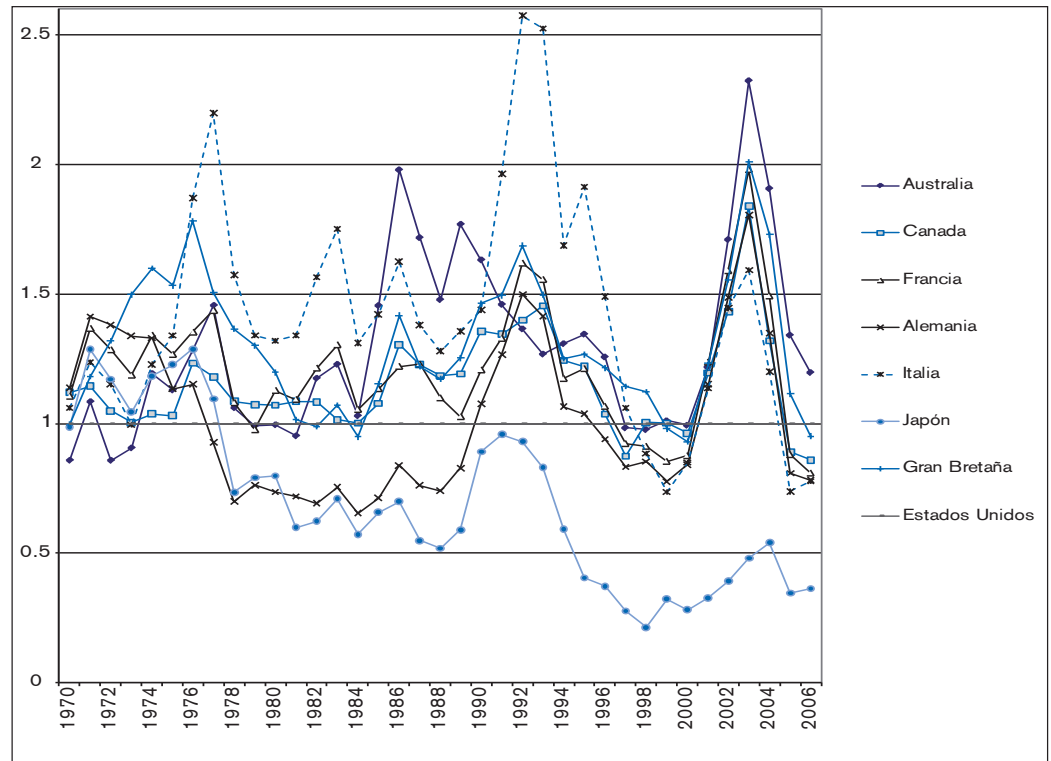
Esas diferenciales facultaron que en la economía estadounidense se implementaran políticas expansivas de la inversión y el consumo asentadas en su capacidad de estructurar internamente tasas de interés inferiores a las existentes en la mayoría de las naciones industrializadas. El instrumento de concreción fue la emisión monetaria a tasas superiores o coincidentes al crecimiento del costo de vida. Nuevamente, su posición de emisor de

moneda y títulos de reserva mundial de valor aceptado por el conjunto de los agentes económicos le facultó expandir su emisión monetaria en términos reales, induciendo diferenciales favorables para sí en el costo del dinero entre las naciones, sin enfrentar corridas contra su moneda.

Gráfica 13

Tasas de interés de siete naciones industrializadas en relación a la tasa de interés estadounidense, 1970-2006. Índices. Tasa interna estadounidense=1.

Fuente: sobre la base de Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, anuarios 1995 y 2006.



La tendencia de largo plazo no es, sin embargo, lineal. Al tiempo de formación de las crisis, los incrementos en las tasas de interés estadounidenses formulados para contraer la actividad interna y revertir los rojos fiscales fueron mayores que el de las demás naciones industrializadas. Las estadísticas señalan relaciones inferiores entre las tasas estadounidenses y las de las naciones industrializadas hacia 1972 y 1973, luego entre 1979 y 1981, durante 1988 y 1989, al tiempo de la cuarta crisis, y finalmente entre 2004 y 2006 (gráfica 13). Nitidamente, en esos tiempos predominó la búsqueda por parte de las autoridades monetarias estadounidenses de ubicar sus tasas relativas en niveles superiores al pasado con el propósito de mermar el ritmo interno de actividad, y por ende sus dos déficit, conformando con ello un desencadenante de las crisis. Pero esos movimientos de corto y mediano plazos no invalidaron la tendencia de largo plazo, que siempre registró tasas de interés nominales en Estados Unidos inferiores a la mayoría de las naciones industrializadas.

La evolución a la salida de las crisis fue opuesta al de los tiempos de su formación. Durante 1976 y 1977, hacia 1982 y 1983 y en 1992, las tasas de interés de las naciones industrializadas se posicionaron considerablemente más altas que las estadounidenses apoyando la recuperación de esa economía (gráfica 13). Algo similar ocurrió hacia finales del 2008 y durante 2009. Esto quiere decir que las naciones industrializadas operaron en el ciclo estadounidense, favoreciéndolo en sus correcciones y recuperos y absorbiendo sus mayores emisiones.

La segunda tendencia que se detecta en el comportamiento de las naciones durante los tiempos de crisis es el incremento de sus reservas monetarias líquidas, poseídas por los bancos centrales. En los tramos previos de las crisis las reservas crecieron considerablemente apoyadas por las trayectorias alcistas de las tasas de interés de las naciones industrializadas que favorecieron la acumulación de activos monetarios estadounidenses en el exterior¹³ (gráficas 14, 15 y 16). Esto quiere decir que los posibles efectos inflacionarios y demandantes de bienes de la creciente emisión de dólares y títulos estadounidenses fueron neutralizados en forma de reservas por la mayoría de las naciones, que los absorbieron.

La secuencia temporal de reservas en las arcas de los bancos centrales de las naciones más industrializadas luego de sus incrementos fue también expresiva de sus roles en los momentos de expansión de la oferta monetaria estadounidense y de explicitación de las crisis. Luego de los dos primeros aumentos posteriores a la ruptura de Bretton Woods, los iniciados uno hacia 1970 y el otro hacia 1977, y ya inmersos en los años que contuvieron las dos primeras crisis, las reservas líquidas en los países industrializados dejaron de crecer o incluso decrecieron, primero hacia 1974 y 1975 y luego entre 1979 y 1982, pero nunca regresaron a los niveles anteriores al salto. Esos tiempos coincidieron, en un proceso inverso al de la trepada, con incrementos en las tasas de interés estadounidenses, motivando el reflujo de fondos hacia Estados Unidos o la merma de nuevas tomas por las naciones más industrializadas, aunque preservando las tasas en niveles elevados. Esto es, las políticas contractivas aplicadas por las autoridades monetarias estadounidenses, induciendo menores liquideces mundiales, desalentó la conformación de mayores reservas en las demás naciones. Pero también provocaron corridas contra las reservas líquidas de aquellos siete países encaradas por los agentes económicos privados, que operaron como movilizadores de capitales líquidos entre Estados Unidos y las demás naciones industrializadas a partir de la secuencia de bajas y alzas de las tasas de interés estadounidenses en relación a las demás. Esto es, en la formación y en los cambios de las reservas líquidas mundiales incidieron indudablemente las políticas económicas y monetarias estadounidenses. Ciertamente la expansión de los procesos inflacionarios y devaluatorios que se contaron en el mundo desde 1973, en particular en Estados Unidos primero entre 1974 y 1975, luego entre 1978 y 1982, después hacia 1991 y 1992 y posteriormente a partir de la primera mitad de la década de 2000, quebraron los saltos en las reservas y motivaron que los agentes económicos privados tendieran a desarrollar conductas asociadas con la especulación financiera y cambiaria en un grado mayor que los previos. Además indujeron que las naciones optaran por no continuar acumulando crecientes reservas líquidas o incluso que las perdieran para sostener el valor de sus monedas.

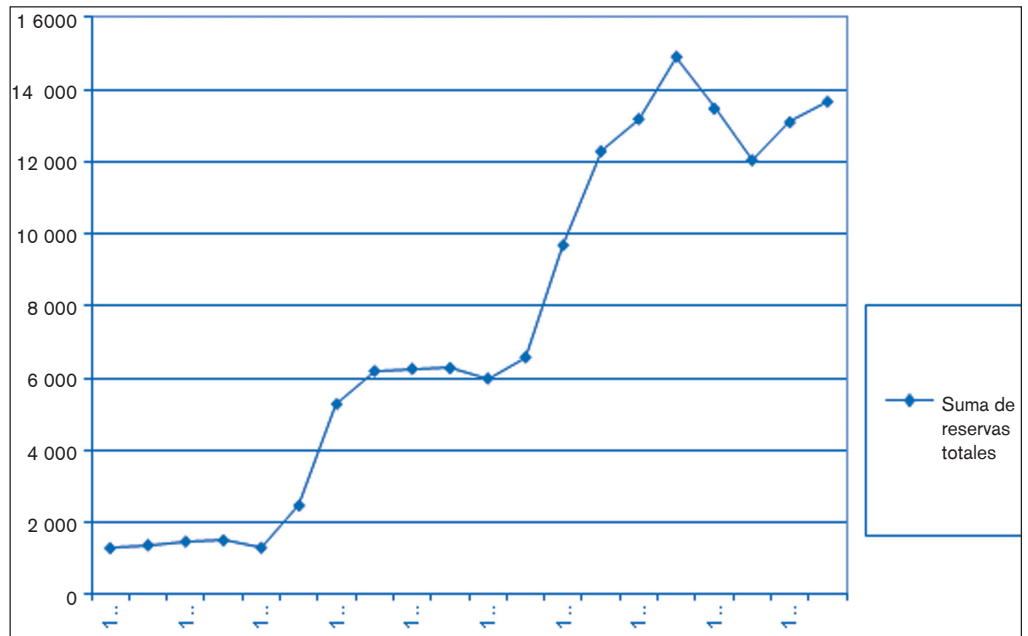
Desde esos comportamientos se construyó así una secuencia en forma de escalones ascendentes en las reservas líquidas ligada a las variaciones del costo del dinero en Estados Unidos, a las devaluaciones de su moneda y a los cambios en su ritmo de expansión monetaria, que detalla cómo, desde la absorción y preservación de la mayor liquidez, las autoridades económicas de las naciones más industrializadas y de numerosas naciones de desarrollo menor procuraron no gestar conflictos profundos que cuestionaran la evolución macroeconómica estadounidense. En realidad, es posible suponer que las

13. Ese mismo comportamiento se detecta, en tiempos coincidentes, en las reservas líquidas poseídas por los bancos centrales de Argentina, Brasil y México.

Gráfica 14

Reservas líquidas totales de Francia, Italia, Japón, Australia, Alemania, Canadá y Gran Bretaña, 1965-1984. En millones de dólares estadounidenses.

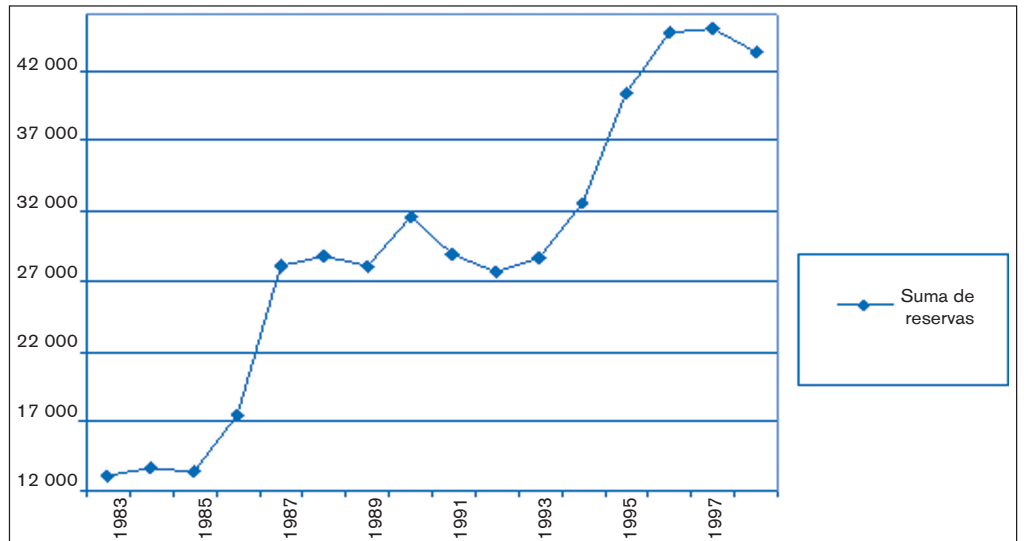
Fuente: sobre la base de IMF, *International Financial Statistics Yearbook* de 1995, desde informaciones contenidas en las secciones referentes a cada país.



Gráfica 15

Reservas líquidas totales de Francia, Italia, Japón, Australia, Alemania, Canadá y Gran Bretaña, 1983-1998. En millones de dólares estadounidenses.

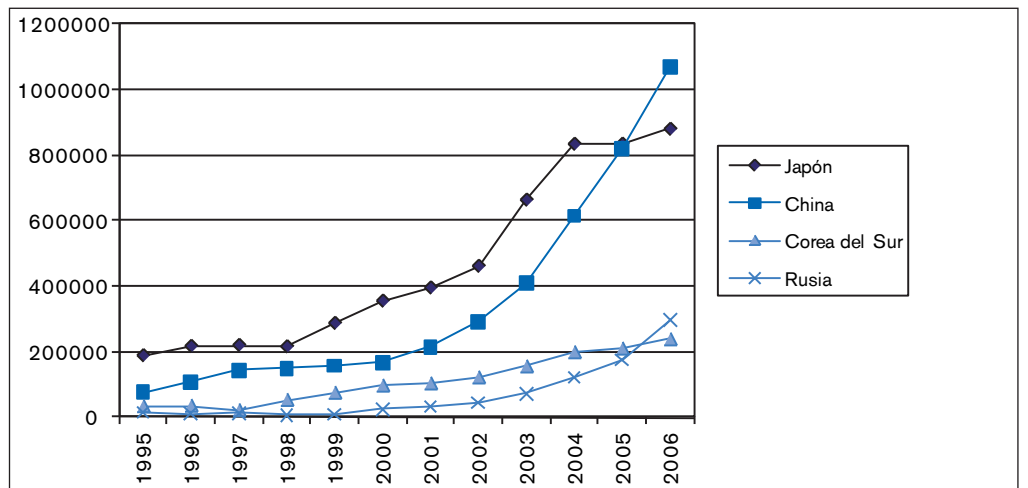
Fuente: *ídem* gráfica 14.



Gráfica 16

Reservas líquidas totales de Japón, China, Corea del sur y Rusia, 1995-2006. En millones de dólares estadounidenses.

Fuente: *ídem* gráfica 14.



autoridades monetarias de numerosas naciones aceptaron en ambos tramos, durante el crecimiento de las reservas y luego durante la merma de su incremento, la licuación de parte de sus reservas líquidas sin desprenderse de los papeles estadounidenses como mecanismo para no anticipar primero la crisis ni acentuarla luego. Es decir, procuraron no desencadenar un quiebre en las relaciones económicas vigentes. En realidad, durante los tiempos de erosión del valor real de la moneda y de los títulos estadounidenses, los bancos centrales europeos, de Australia, Japón y Canadá, y luego los de China y numerosas naciones menos industrializadas no se desprendieron de sus acumulaciones previas, aunque no incrementaron la absorción de nuevos papeles al acentuarse la inflación y la recesión estadounidense. De allí la formación del escalón y la aceptación de la licuación parcial del valor efectivo de las reservas.

5. Las similitudes en el tiempo

Las razones de los repetidos saltos devaluatorios y los incrementos en sus tasas de interés iniciados desde la década de 1970, que indujeron recesiones acompañadas generalmente de inflaciones de precios, se encuentran, sin lugar a dudas, en el modo de operar de la economía estadounidense luego del marginamiento de parte de los acuerdos de Bretton Woods y en las prescripciones de política económica de sus autoridades monetarias para resolver transitoriamente sus déficit de comercio exterior y de sus cuentas fiscales. Al quebrarse la paridad fija del dólar con el oro y la regla de conversión monetaria las autoridades políticas y económicas pudieron inducir y aceptar déficit simultáneos en la cuenta corriente de mercancías con el exterior y en las finanzas públicas, potenciando el crecimiento local a través de menores tasas de interés en relación a las determinadas por las naciones industrializadas. Sus financiamientos fueron encarados con emisiones monetarias y con colocaciones de nuevos títulos del gobierno.

Despegarse de las rigideces monetarias impuestas por los acuerdos de Bretton Woods le permitió reiterar esos desequilibrios al existir la capacidad para incrementar la emisión monetaria interna y extender el lanzamiento de títulos del tesoro para cubrirlos sin poseer la restricción del corset de la cantidad de oro como limitante rígida. Esa morfología y las respuestas implementadas se repitieron en las finanzas públicas que también reiteraron sus déficit inyectando de manera similar mayores emisiones monetarias y de títulos gubernamentales para cubrirlos, potenciando las aceleraciones en la inflación y las presiones hacia nuevas devaluaciones del dólar. Esa lógica macroeconómica y monetaria tuvo su sustento en bases tecnológicas reales: su capacidad de creación y absorción tecnológica mantuvo a la moneda norteamericana como reserva de valor aceptada por el conjunto de las naciones y de los agentes económicos de manera inalterada porque preservó el esquema de poder estadounidense.

En ese contexto, todos los tramos de crisis registran, de manera semejante y a un ritmo mayor que en otros momentos, la licuación de parte del valor de la moneda y los títulos emitidos por las autoridades monetarias norteamericanas. Incluso tendió a cercenarse parte del valor de los bonos emitidos por instituciones financieras privadas esta-

Bibliografía

- Aglietta Michel (1987), *El fin de las divisas clave. Ensayo sobre la moneda internacional*, Siglo XXI, México.
- Beinstein Jorge (2009), "Rostro de la crisis. Reflexiones sobre el colapso de la civilización burguesa", *Criterios Tributarios* 156, junio, Iefpa, Buenos Aires.
- Dumenil Gérard (2005), "Estados Unidos y la crisis mundial", *Realidad Económica*, 213, julio-agosto, Buenos Aires.
- FDIC, Division of Research and Statistics (1997), *History of the Eighties. Lessons for the Future*, Estados Unidos.
- Fondo Monetario Internacional (varios años), *Estadísticas financieras internacionales*, Washington.
- Gamble Andrew y Paul Walton (1985), *El capitalismo en crisis. La inflación y el Estado*, Siglo XXI, México.
- Greenspan Alan (2008), *La era de las turbulencias*, Ediciones B. Buenos Aires.
- Solow Robert (1992), *La teoría del crecimiento*, Fondo de Cultura Económica. México.
- Vitelli Guillermo (1986), *Cuarenta años de inflación en la Argentina*, Legasa. Buenos Aires.
- Williamson Samuel H. (2008), "Daily Closing Value of the Dow Jones Average, 1885 to Present." *MeasuringWorth*. Tomado de www.visualizingeconomics.com.

dounidenses, y que eran y son empleados como sustento de parte de las reservas líquidas en la mayoría de las naciones y de los ahorros de numerosos agentes privados.

En esencia, las crisis macroeconómicas estadounidenses han proyectado resultantes no siempre adversas para la acumulación física y financiera en Estados Unidos debido a su capacidad de operar como emisor casi único del papel empleado como reserva primaria de valor en los comercios y ahorros en el mundo. Pero, como contracara, las cinco crisis posteriores a 1971 indujeron retracciones en la actividad económica y pérdidas de activos en las restantes naciones que proyectan la pregunta acerca de la posibilidad de permanencia del actual rol dominante del dólar estadounidense en las relaciones económicas entre las naciones. Seguramente, la respuesta provendrá de las evoluciones tecnológicas entre las naciones, que explicitarán los escenarios posibles en el futuro no lejano.