

Anexos: Impacto de la política monetaria no convencional sobre el ciclo económico

Martin Alejandro Gürtner

mgurtner@uoc.edu

Enero 2024

Trabajo Final de Grado

Ámbito de especialización: Competitividad y crecimiento

Nombre del consultor: Sr. Nektarios Aslanidis

1. Estados Unidos, el surgimiento del nuevo orden.

Para analizar con detenimiento el estadio del ciclo en el que se encuentra la economía americana, podemos hacer una mirada histórica desde 1700, ya que es el inicio de la nación en su emergencia hacia el liderazgo global. La historia de Estados Unidos comienza con los colonos, que se rebelaron contra el colonialismo Británico para ganar independencia en 1776, y por ello vemos cómo a principios de 1800 surge el ascenso de los componentes de educación, innovación, tecnología y competitividad. Estos poderes, unidos a las circunstancias globales permitieron a los Estados Unidos crear un crecimiento productivo masivo durante la segunda revolución industrial, que comienza alrededor de 1870, hasta la Primera Guerra Mundial y en adelante.

En 1929 la burbuja especulativa estalla y la depresión global surge provocando conflictos internos significativos sobre riqueza, lo que los llevó a recurrir a líderes y políticas más populistas, autocráticas, nacionalistas y militaristas. Estos movimientos se dirigieron tanto hacia la derecha como hacia la izquierda y ocurrieron en diferentes grados. La extremidad de estos grados variaba según el país, de acuerdo a sus circunstancias y la profundidad de sus tradiciones democráticas.

En Alemania, Japón, Italia y España, sus circunstancias realmente malas y sus tradiciones menos arraigadas llevaron a conflictos internos extremos y a recurrir a líderes populistas-autocráticos de derecha, al igual que en diferentes momentos los líderes de la Unión Soviética y China, que también experimentaron circunstancias extremas y no tenían experiencia con la democracia, se convirtieron en líderes populistas y autocráticos de izquierda.

Sin embargo, EE.UU y Reino Unido tuvieron condiciones menos severas y tradiciones más sólidas, por lo que no llegaron a esos extremos. Además de estos conflictos motivados económicamente dentro de los países y los cambios políticos que surgieron de ellos, todos estos países enfrentaron conflictos económicos externos aumentados mientras luchaban por obtener mayores porciones de una economía en declive. Debido a que el poder, en lugar de la ley, rige las relaciones internacionales, hubo una secuencia de pruebas de poder que se intensificaron y llevaron a la guerra y luego a la paz, y al nuevo orden mundial en 1945.

Para entender la situación de los años 30, es importante entender algunos puntos geopolíticos que ocurren desde 1930 hasta el inicio oficial de la guerra en Europa en 1939. Dado que EE.UU y China están ahora inmersos en una guerra económica que podría convertirse en una guerra abierta, es importante analizar detenidamente estas comparaciones entre los años 30, que llevaron a la Segunda Guerra Mundial, y la situación actual, especialmente en cuanto a sanciones económicas.

Las guerras económicas comenzaron aproximadamente 10 años antes que las guerras reales. La Gran Depresión trajo sufrimiento económico a prácticamente todas las naciones, lo que llevó a disputas por la riqueza dentro y entre países, desencadenando las guerras reales que empezaron una década después.

En 1929, el oro y la plata eran dinero, y el dinero no era más que un papel que prometía su entrega. Durante los años 20 se generó una cantidad de deuda muy elevada, dirigida sobre todo hacia la compra de activos especulativos. Cuando la Reserva Federal endureció la política monetaria en 1929 para frenar la especulación, estalló la burbuja y comenzó la Gran Depresión global. Esto generó problemas de deuda en EE.UU devastadores, sobre todo para los bancos

estadounidenses, que redujeron sus préstamos en todo el mundo, perjudicando a los prestatarios internacionales. Al mismo tiempo, la depresión generó una débil demanda, lo que llevó al colapso de las importaciones estadounidenses y a la disminución de las ventas de otros países a EE.UU. A medida que sus ingresos disminuían, su demanda caía y se producían más problemas de crédito en una espiral económica descendente auto-reforzante. Al mismo tiempo, elevando aranceles, lo que deprimió aún más las condiciones económicas en otros países.

Volverse proteccionista y elevar aranceles para proteger empresas y empleos nacionales durante tiempos económicos difíciles es común. Conduce a una eficiencia reducida porque la producción no ocurre donde podría ser más eficiente, y suele contribuir a una mayor debilidad económica global, ya que elevar aranceles generalmente desencadena guerras arancelarias que típicamente causan que el país que elevó los aranceles también pierda exportaciones. Sin embargo, beneficia a las entidades protegidas por los aranceles y puede generar apoyo político para el líder que impone los aranceles.

Cuando comenzó la Gran Depresión, Alemania, Japón, La Unión Soviética y China ya sufrían. Alemania luchaba con las cargas de su deuda en la Primera Guerra Mundial. Japón sufrió una clásica gran crisis de deuda en 1927 seguida de una severa depresión en 1930-31 y luego una masiva devaluación de la moneda, estímulo fiscal y monetización de la deuda que prácticamente borraron la riqueza financiera en Japón. La Unión Soviética sufrió debido a su revolución y a la guerra civil, una guerra perdida contra Alemania, una costosa guerra con Polonia, una hambruna y purgas políticas y dificultades económicas. China sufría por la guerra civil, la pobreza y hambruna. Así que cuando empeoraron las cosas en 1930, las malas condiciones se convirtieron en condiciones desesperadas en estos países, lo que desencadenó los conflictos económicos y eventualmente militares.

Mientras que Alemania había estado anteriormente cargada con enormes deudas de reparación tras la Primera Guerra Mundial, en 1929 comenzaba a librarse de estas mediante el Plan Young, que contemplaba un considerable alivio de la deuda y la partida de tropas extranjeras de Alemania para 1930. Sin embargo, la depresión global golpeó duramente a Alemania, llevando a un desempleo del 25% , masivas quiebras y extensa pobreza. Como es típico, surgió una batalla entre populistas de izquierdas y de derechas. Adolf Hitler, el principal populista-fascista, aprovechó el sentimiento de humillación nacional para construir furor nacionalista, presentando como enemigo el Tratado de Versalles que puso fin a la Primera Guerra Mundial y a los países que lo impusieron. Creó un programa que ofrecía algo para todos y reunió apoyo en torno a él.

En Estados Unidos, en 1932 se celebraron las elecciones que llevaron a Franklin D. Roosevelt, y justo después de su inauguración incumplió la promesa de convertir los dólares en papel en oro, proporcionó dinero a todos los bancos para que los depositantes pudieran recuperar su dinero, ordenó que todo el oro en denominaciones de más de 100\$ fuera cambiado por dinero en papel, y devaluó el dólar en relación a otras monedas. También se implementaron grandes programas de gasto fiscal que llevaron a grandes déficits presupuestarios y grandes deudas que la Reserva Federal compró con dinero que imprimió.

En el caso de la Gran Depresión, desde la acción de Roosevelt hasta finales de 1936, el mercado de valores aumentó más del 200%, y la economía creció a una tasa promedio real de alrededor del 9%.

Mientras tanto, Hitler se negaba a pagar las deudas de reparación a los países acreedores. Pero también privatizó rápidamente las empresas estatales y alentó la inversión corporativa financiada con endeudamiento. Actuó firmemente en apoyo de elevar sus niveles de vida. Por ejemplo, estableció Volkswagen para fabricar automóviles asequibles y accesibles para la mayoría de

personas, y dirigió la construcción de la Autobahn. Financió este aumento sustancial del gasto gubernamental obligando a los bancos a comprar bonos del gobierno. Las deudas que se produjeron se pagaron con las ganancias de las empresas y la monetización de la deuda por parte del banco central. Estas políticas, en general, funcionaron bien. Este sería otro buen ejemplo de cómo pedir prestado en la propia moneda y aumentar la propia deuda y déficits puede ser altamente productivo si el dinero prestado se invierte en inversiones que aumenten la productividad y produzcan suficiente flujo de efectivo para pagar la deuda.

En cuanto a los efectos económicos de estas políticas, cuando Hitler llegó al poder en 1933, la tasa de desempleo era del 25%. Para 1938 era nula. El ingreso per cápita entre su ascenso al poder y cinco años después, en 1938, aumentó un 22% y el crecimiento real promedió más del 8% por año entre 1934 y 1938.

Al igual que Alemania, Japón también fue golpeado excepcionalmente duro por la depresión y se volvió más autocrático en respuesta a ella. Japón era especialmente vulnerable a la depresión porque, como una nación insular sin recursos naturales adecuados, dependía de las exportaciones para obtener ingresos para importar necesidades. Cuando sus exportaciones cayeron alrededor del 50% en 1929, quedó económicamente devastado. En 1931 se declara en quiebra, es decir, se vió obligado a reducir sus reservas de oro, abandonar el patrón oro y dejar flotar su moneda, lo que la depreció tanto que Japón se quedó sin poder adquisitivo. La gran brecha que generó esto obligó al ejército a tomar el control y tomar opciones militares para quitar recursos a otros países.

En su enfoque capitalista, en 1936 la Reserva Federal endureció la oferta monetaria y el crédito para combatir la inflación y frenar una economía sobrecalentada, lo que llevó a la frágil economía estadounidense a entrar en recesión y debilitar a otras economías principales, aumentando aún más las tensiones dentro y entre países.

Mientras tanto, en Europa, el conflicto en España entre los populistas de izquierda y los de derecha se convirtió en una brutal Guerra Civil. En 1939 Alemania invade Polonia y estalla la Segunda Guerra Mundial. Y, a pesar de que Estados Unidos quería evitar a toda costa la guerra, en 1941 se aprueba la Ley de Préstamo y Arrendamiento, que le permite prestar o arrendar suministros de guerra a las naciones que consideraba vitales para la defensa de Estados Unidos, incluyendo Gran Bretaña, China o la Unión Soviética. Esto fue beneficioso para Estados Unidos tanto geopolíticamente como económicamente, ya que el país obtuvo mucho dinero vendiendo armas, alimentos y otros artículos.

Al mismo tiempo, esta expansión territorial japonesa amenazaba las ambiciones propias de Estados Unidos en el Pacífico. Roosevelt ordenó congelar todos los activos japoneses, cerrando la capacidad de Japón para navegar a través del Canal de Panamá y embargando todas las exportaciones de petróleo y gas. Esto cortó tres cuartos del comercio y el 80% de su suministro de petróleo.

Las técnicas más comunes de guerra económica que podemos analizar en base a estos hechos hasta la Segunda Guerra Mundial serían:

- Congelamiento/Confiscación de Activos: Impedir que un enemigo use o venda activos extranjeros en los que confíen.
- Bloqueo de acceso a los Mercado de Capitales: Impedir que un país acceda a sus propios mercados de capitales o a los de otro país, por ejemplo, en 1887 Alemania prohibió la compra de valores y deuda rusos para obstaculizar el armamento militar de Rusia.

- Embargos y Bloqueos: Bloquear el comercio de bienes y/o servicios en el propio país, o en algunos casos con terceros neutrales, con el fin de debilitar al país objetivo o impedirle obtener artículos esenciales, por ejemplo, el embargo de petróleo de EE.UU contra Japón y la interrupción de su capacidad para navegar.

2. Análisis macroeconómico Eurozona:

Desde la creación del BCE hace ya 25 años, han pasado 4 presidentes distintos cuya huella ha quedado grabada;

- WIN DUISENBERG 1998-2003
- JEAN-CLAUDE TRICHET 2003-2011
- MARIO DRAGHI 2011-2019
- CHRISTINE LAGARDE 2019-2027

Las presidencias quedan grabadas con memorias que recuerdan a las decisiones que se tomaron durante su período.

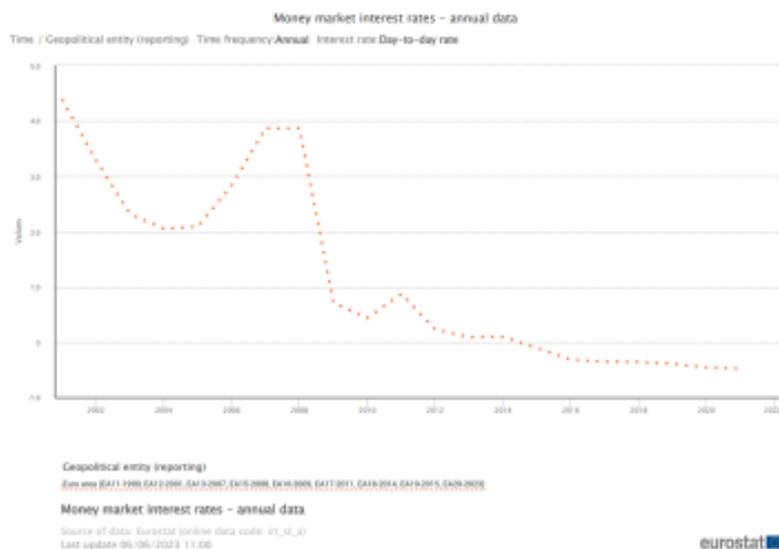
Jean-Claude Trichet, por ejemplo, se recuerda como un presidente hawkish o agresivo, ya que durante su presidencia se subieron las tasas de interés en el año 2008, a pesar de la crisis financiera que se estaba generando, porque la inflación había subido a niveles del 4% en aquel entonces. (Muy por encima del objetivo del 2% que tenía en aquel entonces el BCE).



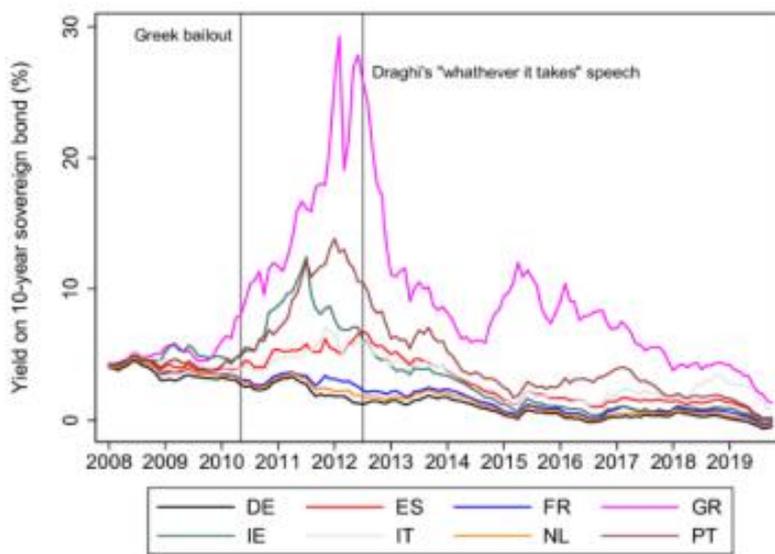
Source: EUROSTAT

EUROPEAN CENTRAL BANK | EUROSYSTEM

Muchos analistas y economistas culpan de la crisis sucedida a la subida de tipos en ese período, pero olvidan que la burbuja inmobiliaria surge en EE.UU y se expande mediante canales financieros al resto del mundo.



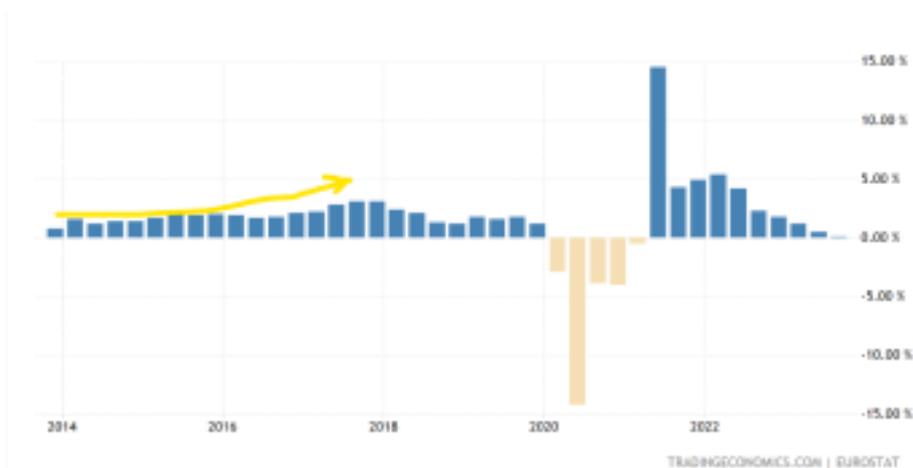
Seguidamente, el nuevo presidente del BCE Mario Draghi, se cataloga como el héroe principalmente debido a su famosa frase: “What ever it takes” en Julio de 2012 refiriéndose a la actuación del BCE mediante la inyección de liquidez ilimitada para frenar el descalabro que se estaba viviendo en los países del sur de Europa, que a raíz del default de Grecia, no encontraban la forma de financiarse internacionalmente a la hora de emitir nueva deuda y tenían que empezar a pagar rentabilidades a diez años superiores al 6%, como se puede ver en la siguiente gráfica:



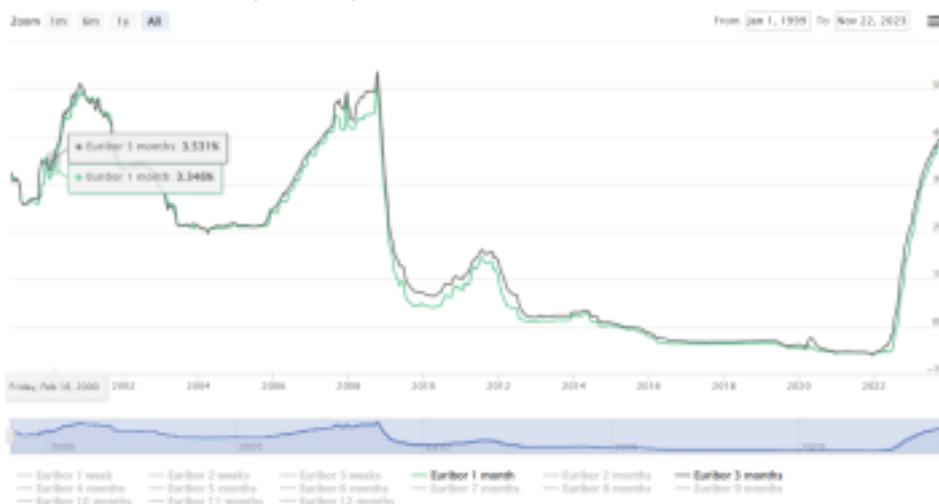
Yield on the 10-year government bond for Germany, Spain, France, Greece, Ireland, Italy, Netherlands and Portugal. Source: ECB (2019)

La cuestión surge cuando nos preguntamos cómo estaba actuando el Banco Central Europeo con tipos de interés del 0% y con compras de Quantitative Easing al ritmo masivo al que se estaban ejecutando, en un entorno de crecimiento de la economía claramente sólido entre 2014 y llegando a 2018, en que el PIB se acercaba a cotas del 3%.

Eurozone gdp absolute values:

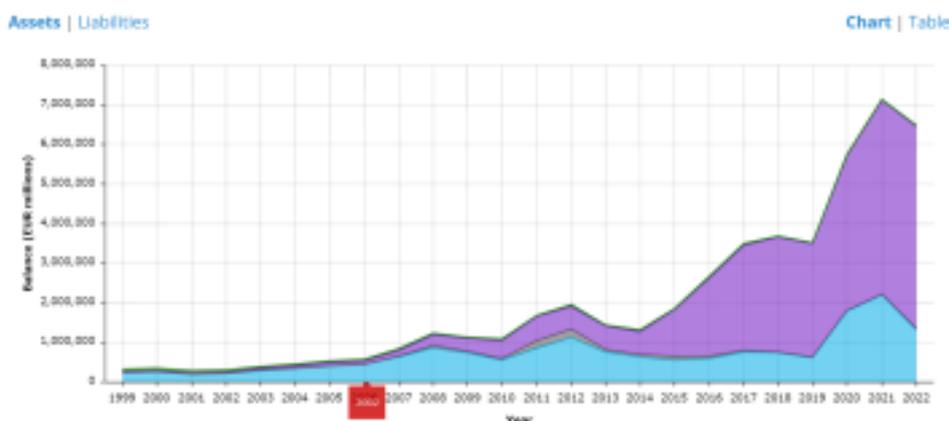


Euribor short term (1M&3M):



Source: [Euribor chart - graphs with historical Euribor rates \(euribor-rates.eu\)](http://euribor-rates.eu)

European central bank balance sheet



Source: [Annual consolidated balance sheet of the Eurosystem \(europa.eu\)](http://europa.eu)

En aquel entonces, el BCE mantenía la tesis de que la tasa de inflación debía ser del 2% o ligeramente sobre el 2%. Pero esta cuestión es meramente política, ya que teóricamente este debate es una delimitación de la inflación no un objetivo al que se debe llegar desde cotas estables inferiores.

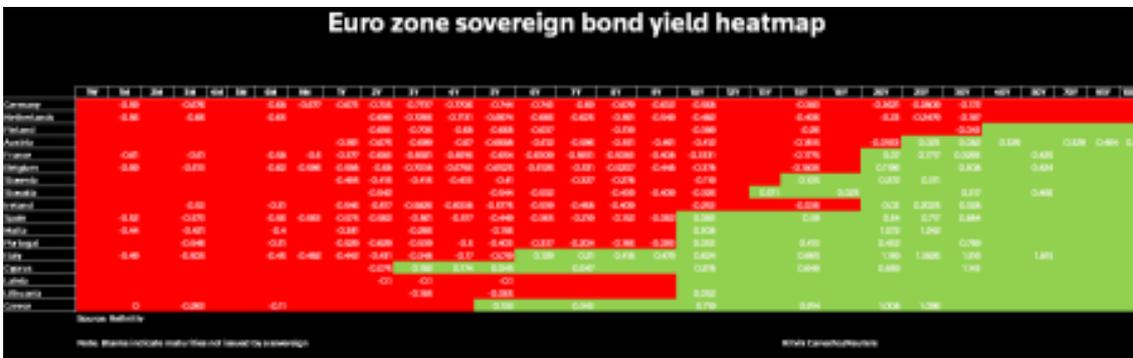
Pero, este objetivo generó políticas expansivas no convencionales del BCE que han llevado a

causar burbujas en diferentes mercados de la economía europea.

Posteriormente, la actual presidenta del BCE Christine Lagarde comete el siguiente error en la cadena de transmisión de presidencias y la evolución del ciclo económico-monetario. Cuando la inflación empezó a repuntar en la zona euro a causa de las políticas no convencionales de estímulo monetario que se implementaron para compensar los efectos causados por el shock del covid-19 en 2020, habiendo subido hasta cotas superiores del 10%, mantuvieron la certeza de que la inflación en los niveles en los que se situaba eran de categoría meramente transitoria.

Tal fué el error, o la falta de sincronicidad con la evolución de estos factores macroeconómicos, que cuando la tasa de inflación en la zona euro estaba por encima del 10% el BCE mantenía los tipos de interés en el entorno del 0% y seguían con los programas de Quantitative Easing para la compra de deuda soberana de la zona europea.

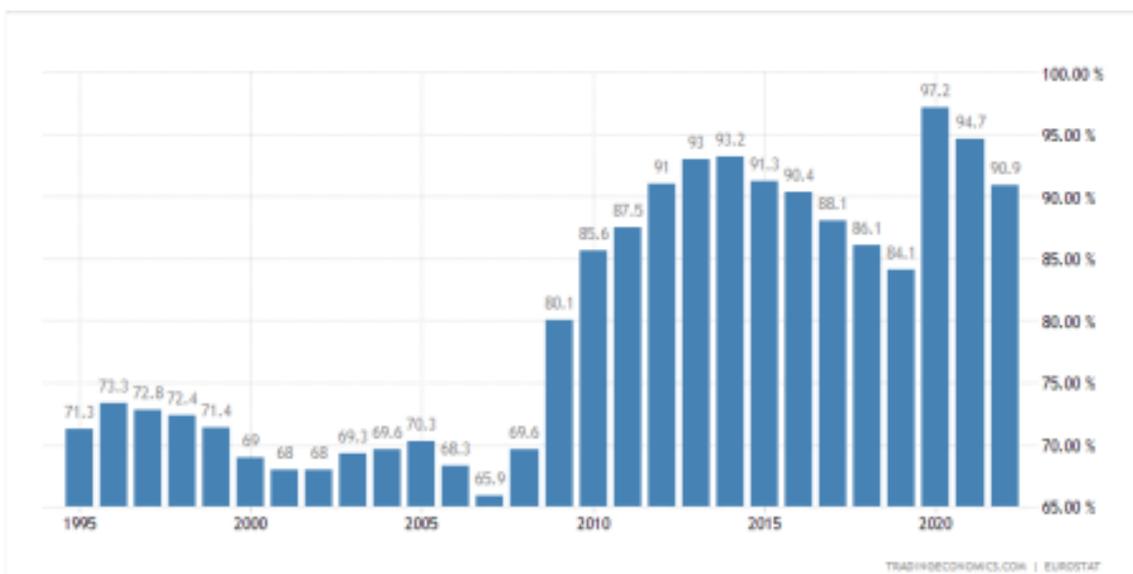
Lo que subyace de todo esta temporalidad asincrónica de las medidas monetarias ante la situación macroeconómica es la normalización y la dependencia de los fondos que emite el BCE, hasta el punto en el que si permite la financiación sin coste para los diversos países, entonces ¿Qué sentido tiene que estos sean fiscalmente responsables? Para ello podemos evaluar el impacto de estas medidas sobre los cambios en las balanzas fiscales de los países, pero la forma más eficiente y visual de hacerlo es contrastar el estado de los tipos soberanos de la zona:



Fuente: ECB

En este heatmap se puede apreciar cómo los diversos gobiernos de la zona euro se podían financiar en rentabilidades negativas, hasta el caso de Alemania, Holanda y Finlandia que lo hacían hasta los 30 años. Es decir, estos países emitían deuda por la que los demandantes de esta deuda pagaban intereses en vez de recibirlos.

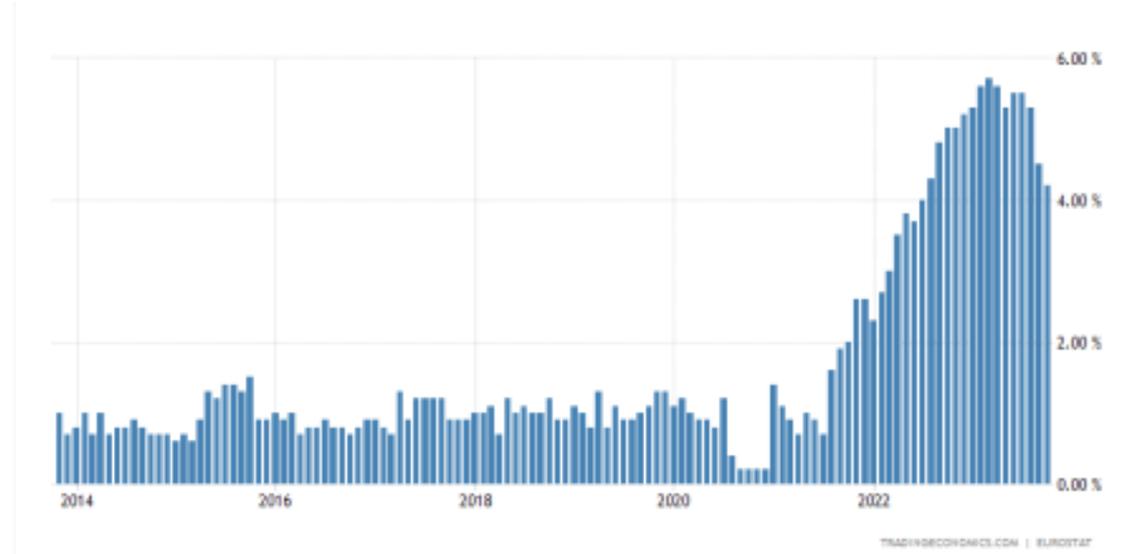
Euro area government debt to gdp



Como se puede esperar, de los efectos derivados de este análisis se concluye que la situación económica en este entorno es especialmente compleja. Ya que, al margen de los diversos factores añadidos que tienen impacto en estas variables, el Banco Central Europeo debe enfrentarse a

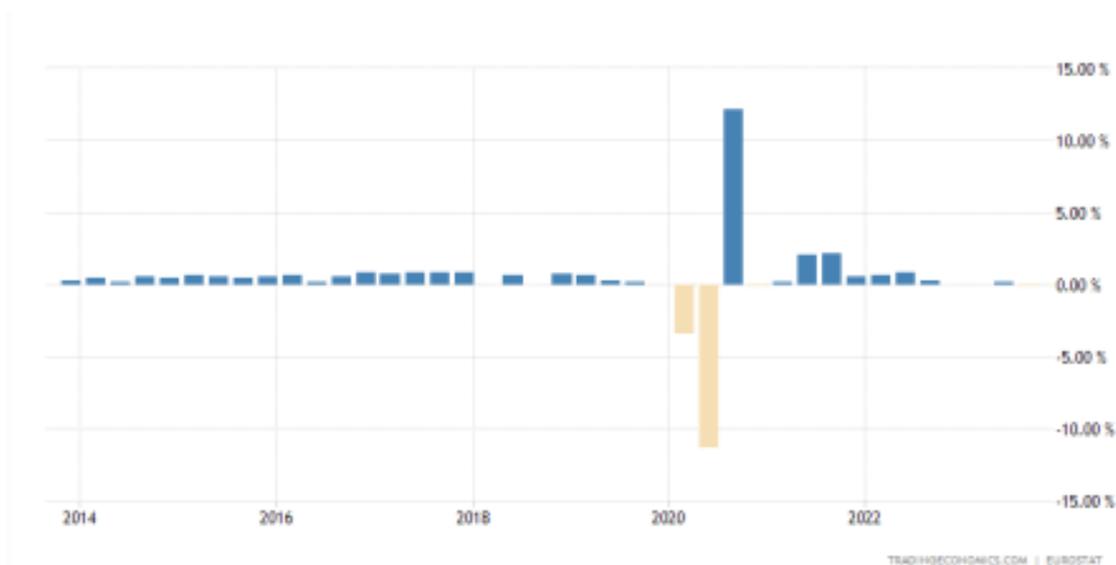
- Una inflación subyacente del entorno del 5% a fechas actualizadas.

Eurozone core inflation



- Niveles de crecimiento del PIB del 0% o inferiores, lo cual implica recesión técnica.

Eurozone gdp growth rate



Lo cual es indicativo de la inusual situación de estanflación, que se da cuanto una economía experimenta tanto una tasa de inflación elevada como un estancamiento económico o una recesión.

Consideraciones en base a estos indicadores:

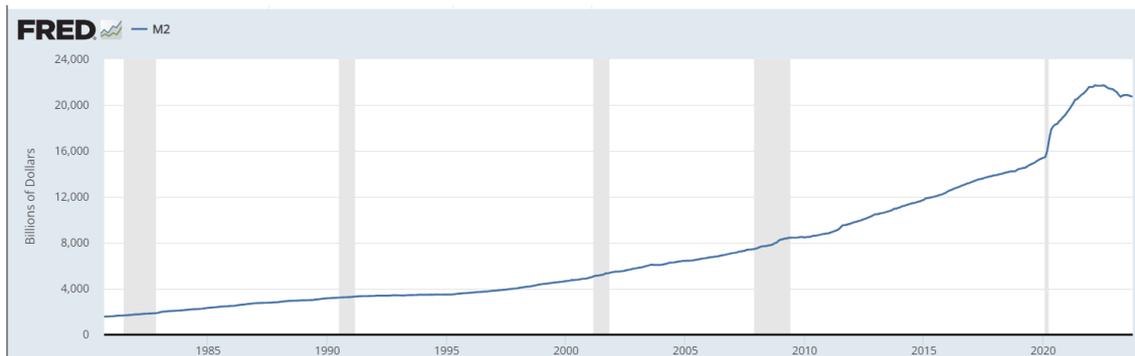
- ¿Hasta qué punto el BCE puede subir tipos de interés y llevar a cabo Quantitative Tightening sin generar desequilibrios en la economía que se traduzcan en una recesión?
- ¿Son realistas las proyecciones actualizadas emitidas para la economía? - Para detectar posibles shocks, debemos considerar varios mercados, como por ejemplo el de trabajo: ¿Cómo afecta la contracción fiscal a los presupuestos anualizados de las empresas, y por tanto, a sus contrataciones?
¿Cómo afecta la inflación a la creación de nuevas empresas, y por tanto a la creación de empleo?

Sobre los mercados financieros: ¿Cómo afecta el Quantitative Easing a la bolsa, los bonos, las materias primas y al mercado Forex? Y, por ende ¿Cómo se proyecta la reducción del estímulo monetario o QT en los mercados?

¿Hay una burbuja de deuda? ¿Cómo deben actuar los gobiernos en sus planes fiscales considerando la reducción del estímulo sin que sus economías generen un shock?

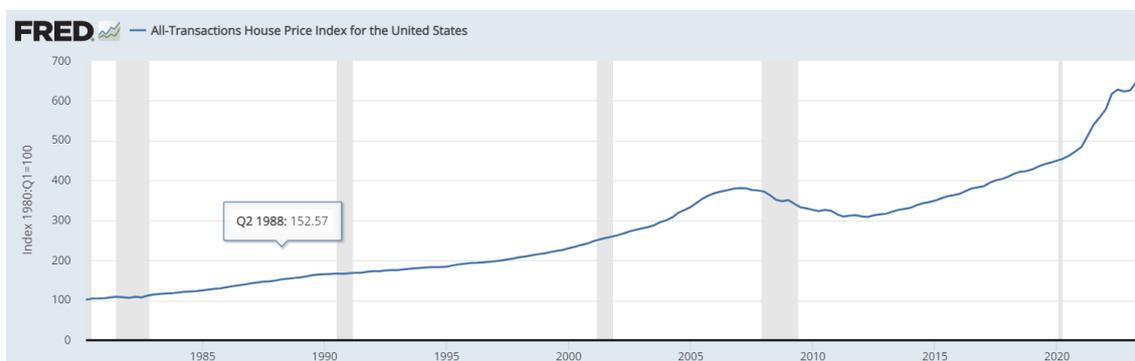
Sobre el mercado inmobiliario: ¿Cuál es la situación del mercado inmobiliario? ¿Cómo se considera su peso como componente de la inflación?

3. Evolución de la masa monetaria M2 en EE.UU.:



Fuente: <https://fred.stlouisfed.org/>

4. Evolución de los precios de la vivienda en EE.UU.:



Fuente: <https://fred.stlouisfed.org/>