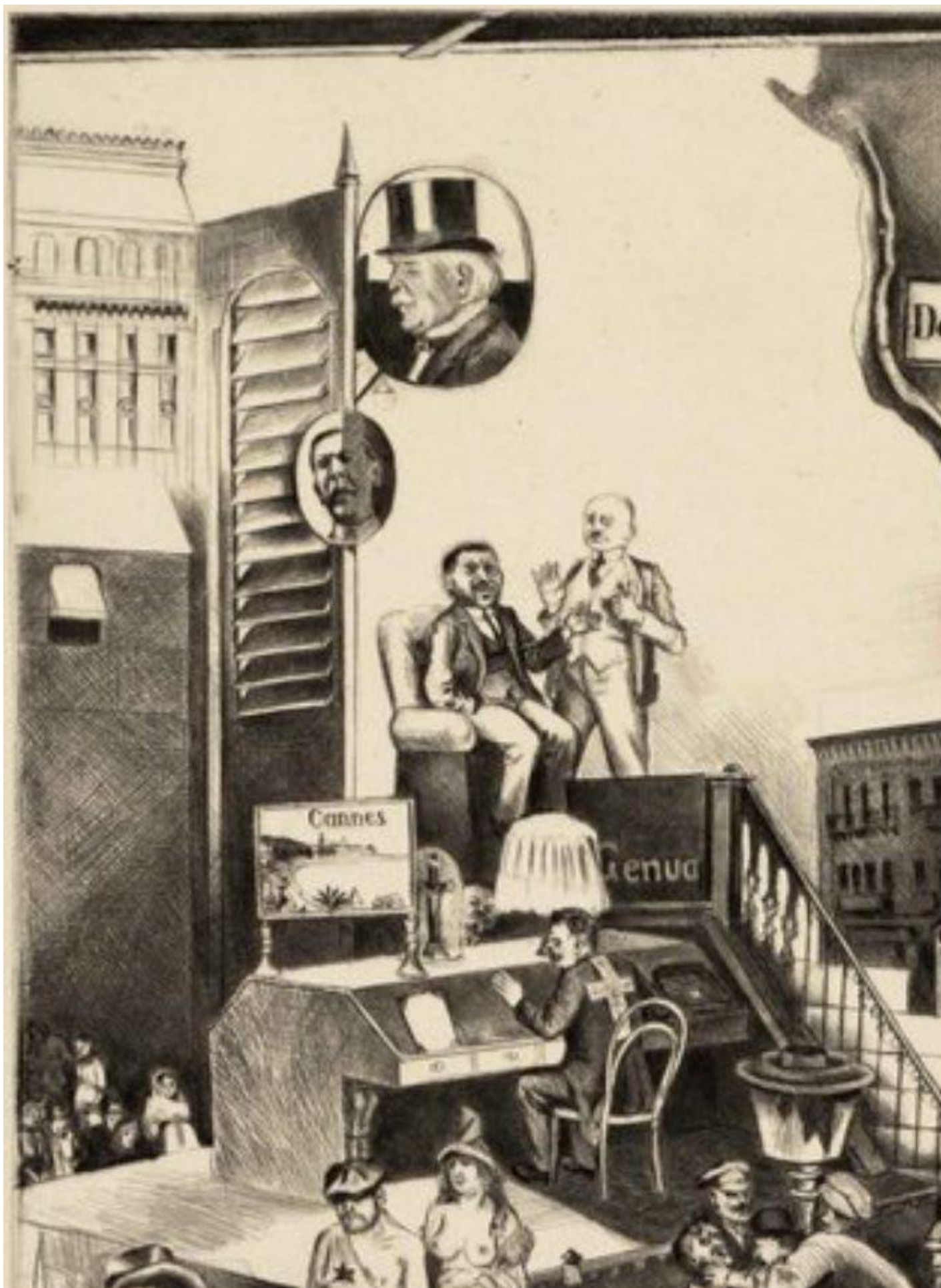

EEUU: La estanflación ahora es más que un soplo

Michael Roberts

15/09/2025



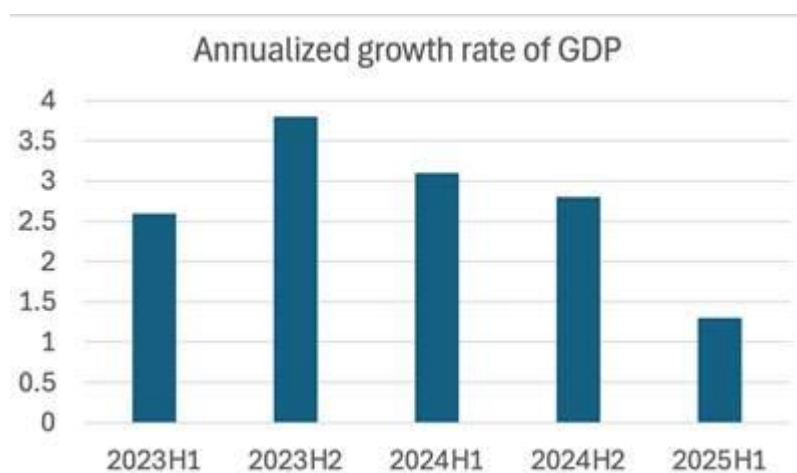
La economía estadounidense tiene una brecha cada vez mayor: entre el aumento de la inflación por un lado y el empleo por el otro. Según la teoría keynesiana convencional, eso no debería suceder. Un debilitamiento del mercado laboral debería conducir a una caída de los aumentos salariales y de la demanda de los consumidores y la inflación de los precios disminuirá. La experiencia de las economías de la década de 1970 refutó esa teoría supuestamente apoyada por la llamada curva de Phillips (es decir, una compensación entre los aumentos de precios y el desempleo). La inflación estalló mientras el desempleo se disparaba. La década de 2010 tras la Gran Recesión volvió a refutar la teoría, cuando la inflación en las principales economías disminuyó a casi cero y las tasas de desempleo se situaron en mínimos históricos. En el período posterior a la COVID de 2021 a 2024, las tasas de inflación aumentaron bruscamente y, sin embargo, las tasas de desempleo se mantuvieron bajas.

¿Por qué la teoría keynesiana estaba equivocada? Porque la teoría keynesiana asume que es la demanda agregada la que impulsa el gasto y los precios. Si la demanda supera la oferta, los precios subirán. Sin embargo, en cada uno de estos períodos, las décadas de 1970 y 2010, fue el lado de la oferta el impulsor, no la demanda agregada. En la década de 1970, el crecimiento económico se desaceleró a medida que la rentabilidad del capital y el crecimiento de la inversión se desplomó y luego el suministro de energía fue limitado por los productores de petróleo y los precios del petróleo crudo se dispararon. En la década de 2010, el crecimiento económico se arrastró, las tasas de inflación cayeron, pero el desempleo no aumentó. En la década de 2020, la caída posterior a la pandemia provocó una ruptura de las cadenas de suministro globales, un aumento de los precios de la energía y una reducción de la mano de obra calificada. Fue un problema del lado de la oferta.

La teoría monetarista tampoco fue capaz de explicar lo ocurrido en estos períodos. Los bancos centrales, especialmente la Reserva Federal bajo Ben Bernanke, un discípulo del archimonetarista Milton Friedman, quien afirmó que la inflación era esencialmente un fenómeno monetario (es decir, la oferta monetaria impulsó los precios), asumieron que la respuesta a la Gran Recesión de 2008-9 era reducir las tasas de interés e impulsar la oferta monetaria a través de lo que se llamó flexibilización cuantitativa (QE), es decir, la Reserva Federal "imprimía" dinero y compraba bonos gubernamentales y corporativos a los bancos, que a su vez se esperaba que aumentaran los préstamos (oferta monetaria) a empresas y hogares

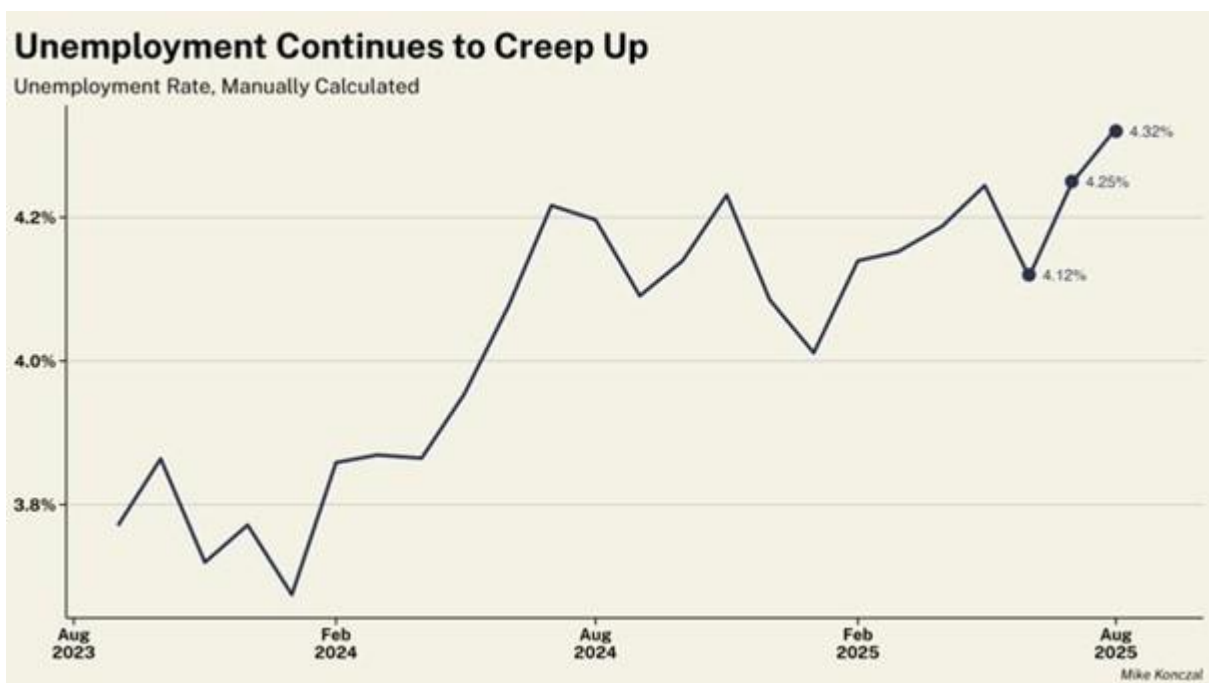
para gastar. Pero eso no sucedió. La economía real permaneció deprimida y las inyecciones de dinero simplemente aumentaron los precios de los activos financieros. Los precios de las acciones y los bonos se dispararon. Una vez más, el monetarismo ignoró el verdadero impulsor del crecimiento económico, el gasto y la inversión: la rentabilidad del capital, es decir, el lado de la oferta.

En febrero pasado, en un artículo, sugerí que la economía estadounidense tenía un "soplo de estaflación". La "estaflación" es cuando la producción y el empleo nacionales se estancan o aumentan solo muy lentamente y, sin embargo, la inflación de precios continúa aumentando e incluso se acelera. La economía estadounidense ha estado claramente desacelerandose. Las tasas de crecimiento trimestrales han sido erráticas, principalmente debido a los cambios salvajes en las importaciones, que crecieron a principios de este año cuando las empresas intentaron "asumir" los aumentos de los aranceles de importación de Trump, pero el crecimiento real del PIB se desaceleró a medida que los aranceles comenzaron a afectar los componentes de importación necesarios para la industria. Pero la primera mitad del año muestra una clara desaceleración con Trump.

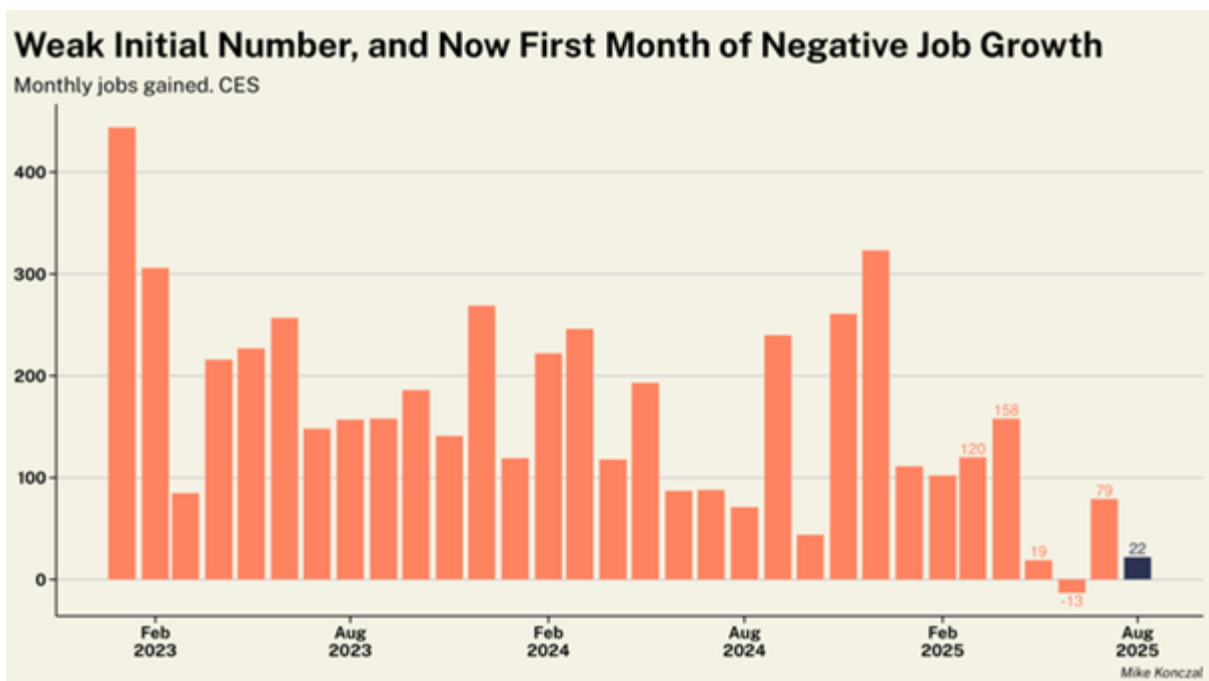


De hecho, el crecimiento económico está disminuyendo hasta lo que algunos analistas llaman "velocidad de estancamiento", "un ritmo por debajo del cual la economía cae en recesión" (una caída directa del PIB). La economía estadounidense aún no está en recesión porque las ganancias siguen aumentando en el sector corporativo de los Estados Unidos y el auge de la inversión en IA sigue impulsando sectores clave de la economía. Pero la estaflación es ahora más que un simple soplo en el ambiente económico como a principios de 2025.

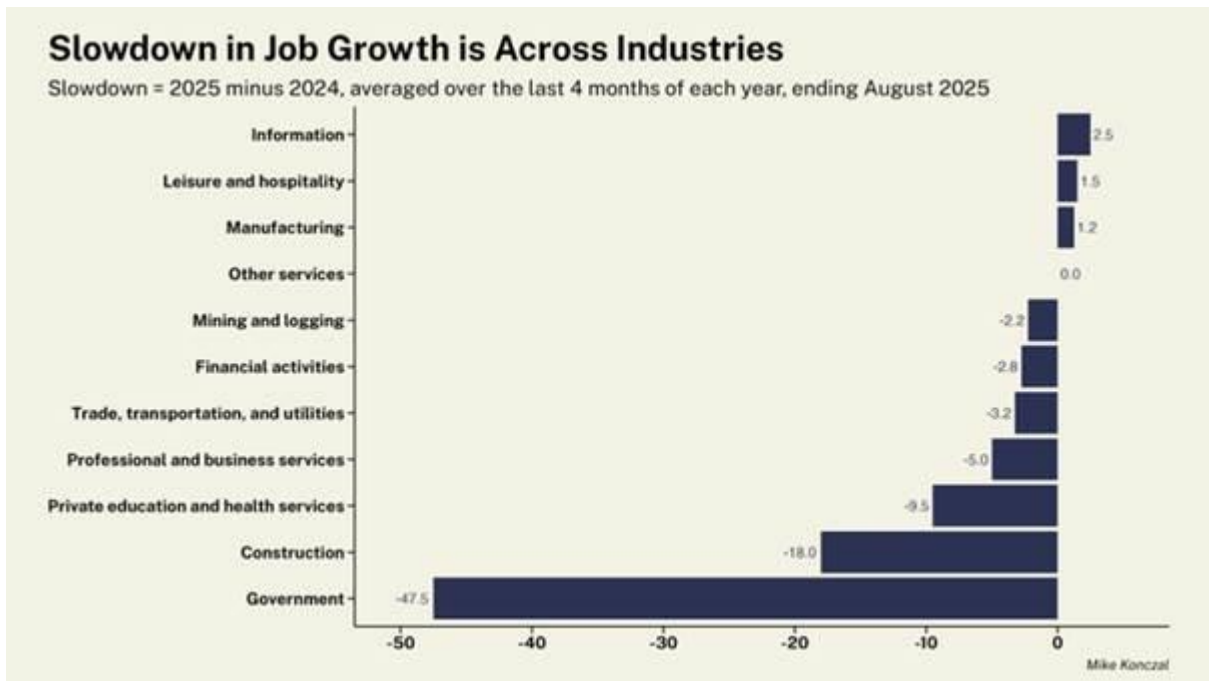
Por ejemplo, la creación de empleo. El crecimiento del empleo se está desacelerando rápidamente y el desempleo está subiendo.



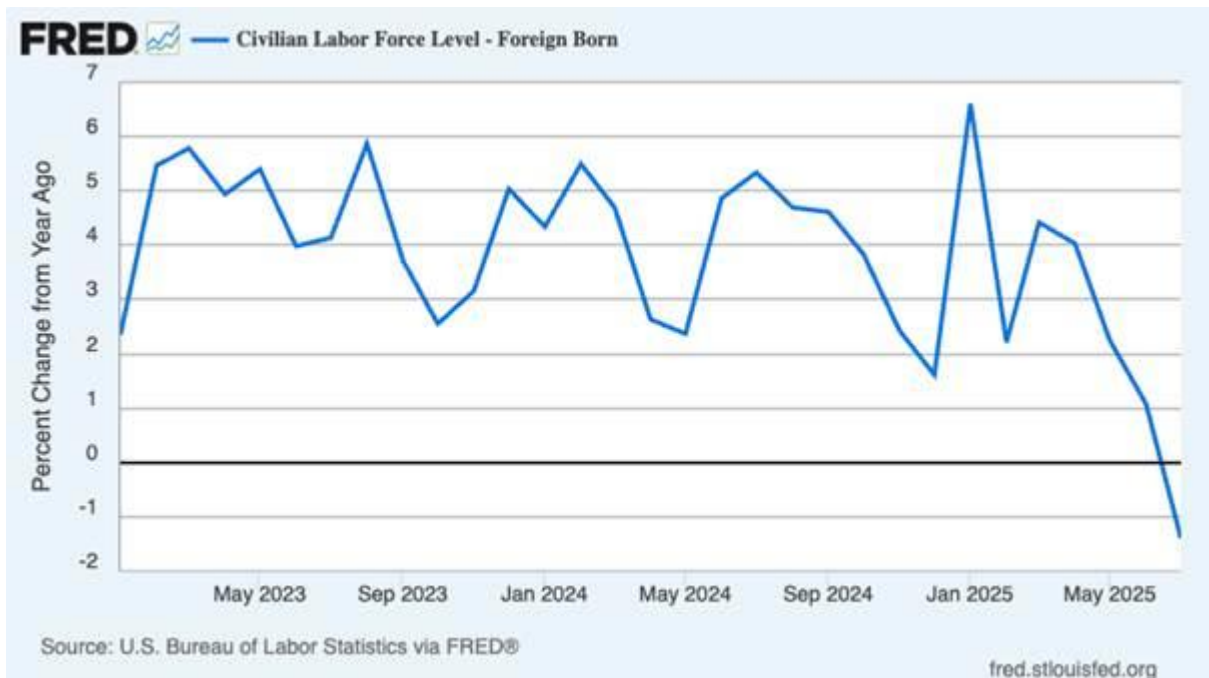
En agosto, los empleos netos aumentaron en solo 22.000, mientras que junio se revisó con una caída de 13.000.



La Trumponomics argumentó que los aranceles crearían puestos de trabajo en la manufactura y los recortes federales de fuerza de trabajo liberaría a los trabajadores necesarios para ellos. De ninguna manera. La industria manufacturera perdió puestos de trabajo casi tan rápido como la fuerza laboral federal (-12K vs -15K). El crecimiento del empleo se está desacelerando en casi todos los sectores.



Las pérdidas de empleo son particularmente graves para los hombres. Los hombres han perdido 56.000 empleos en los últimos cuatro meses. La razón principal es que el ataque de Trump a la inmigración ha llevado a una caída significativa de la fuerza de trabajo. El ICE está haciendo arrestos masivos y deportaciones, pero el número de trabajadores nacidos en el extranjero en los Estados Unidos ya se estaba reduciendo después de años de rápido crecimiento. Los trabajadores nativos no se han beneficiado: el desempleo está en su tasa más alta desde el final de la pandemia. Los aumentos de desempleo juvenil y negro (ahora del 7,5 %, el más alto desde octubre de 2021) sugieren que la represión contra la inmigración no ha creado un mercado laboral más favorable para los componentes más vulnerables de la fuerza laboral estadounidense.

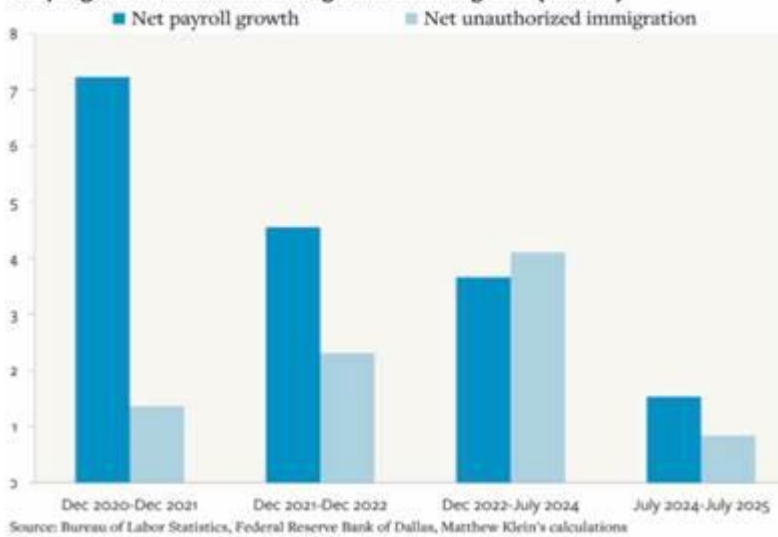


Trump cesó a la jefa de la Oficina de Estadísticas Laborales después de que el BLS registrara una cifra de crecimiento de empleo muy débil. Pero desde entonces, las revisiones anuales de las cifras de empleo han *reducido* el crecimiento del empleo en 911.000 anual hasta marzo de 2025. Acabar con el mensajero no cambia el mensaje. El crecimiento del empleo en Estados Unidos sin recesión se ha ralentizado a un ritmo no visto en más de 60 años. El crecimiento del empleo se está desacelerando, no por la débil demanda, sino porque el crecimiento de la oferta se está secando a medida que cae la inmigración, la industria manufacturera se mantiene en recesión y las agencias gubernamentales y la fuerza laboral son diezmadas por Trump.

Supply Shock

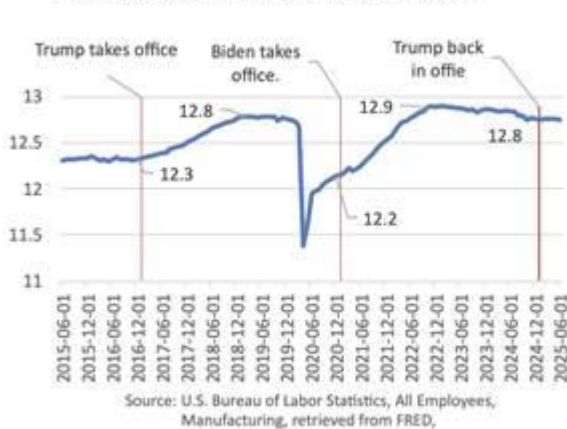
The slowdown in job creation since the end of 2022 closely mirrors the slowdown in net inflows of illegal immigrants, asylum seekers, and others.

Net job gains vs. net inflows of illegal and other migrants (millions)

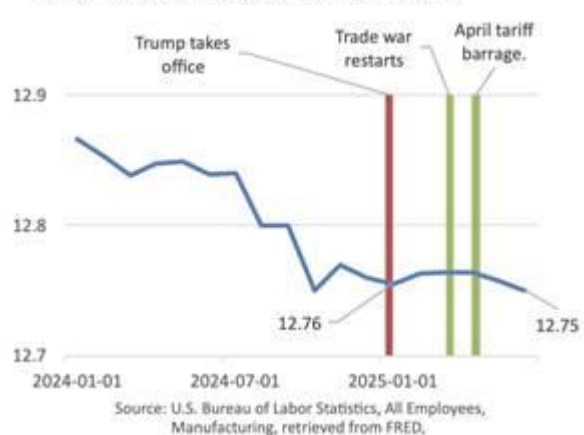


El problema básico es que la falta de demanda no es el factor limitante de la industria manufacturera estadounidense; es la fuerza laboral. El número de trabajadores que pueden y están dispuestos a trabajar en una fábrica se está reduciendo. Casi 400.000 puestos de trabajo industriales están actualmente vacantes, según la [Oficina de Estadísticas Laborales](#).

US Manuf. Jobs (millions), Jun 2015 to Jun 2025.



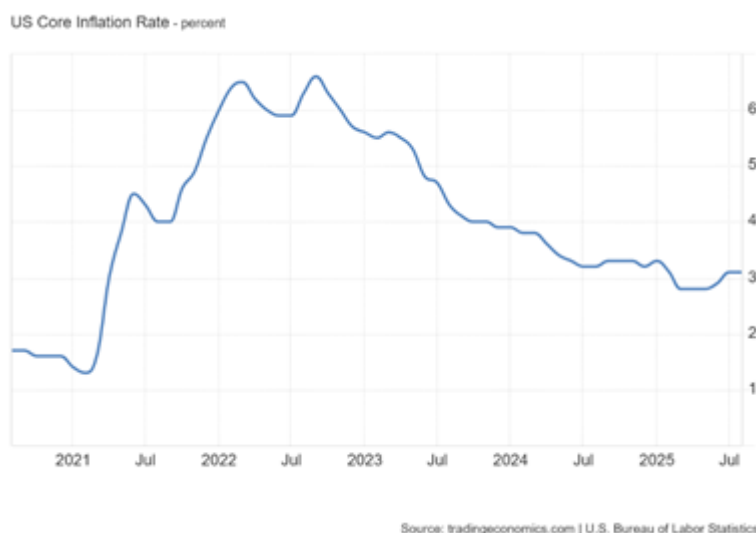
US Manuf. Jobs (millions), Jan 2024 to Jun 2025.



Menos trabajadores productivos significan menos crecimiento. Y no hay nada que la Reserva Federal pueda hacer al respecto, ya sea reduciendo las tasas de interés o recurriendo a más inyecciones monetarias (flexibilización cuantitativa). Incluso si Trump se saliera con la suya, despidiera a algunos miembros de la junta directiva de la Fed, tomara el control de la Reserva Federal e hiciera recortes profundos de la tasa

de interés de la Fed, todo lo que haría sería alimentar aún más el auge especulativo en el mercado de valores, con poco efecto en los sectores productivos de la economía.

La junta actual de la Reserva Federal es reacia a recortar las tasas de interés porque teme que la inflación se acelere. La inflación ya está en aumento. La última tasa de inflación de precios al consumidor se aceleró al 2,9 % año tras año en agosto de 2025, muy por encima del objetivo de inflación de la Reserva Federal del 2 % anual. A la Fed le gusta seguir lo que llama la tasa de inflación del gasto de consumo personal (PCE). Esta es siempre más baja que el aumento promedio de precios en los bienes de consumo para los hogares estadounidenses. Pero incluso el PCE se mantiene por encima del objetivo de la Reserva Federal en un 2,6 % interanual. La tasa de inflación básica (que excluye los precios de la energía y los alimentos) está obstinadamente estancada en el 3,1 % interanual.

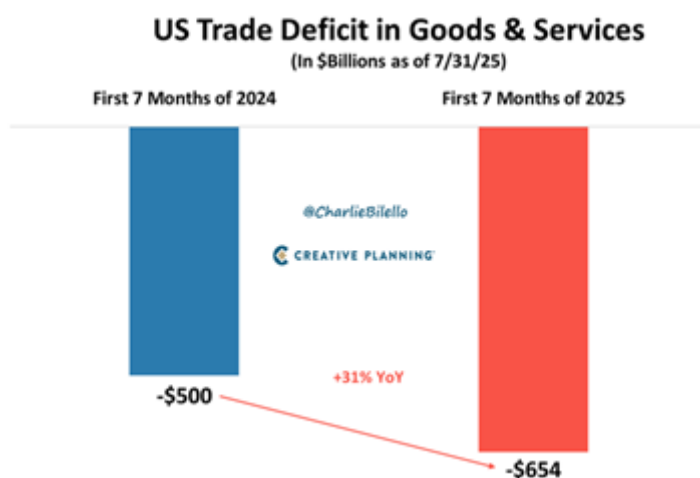


Una vez más, este aumento de la inflación no se debe al aumento de la demanda de bienes y servicios que supera la oferta; se debe a la desaceleración de la producción y al aumento de los costes de producción, particularmente en servicios como los servicios públicos, los seguros de salud, etc.

Inflation pressures intensifying

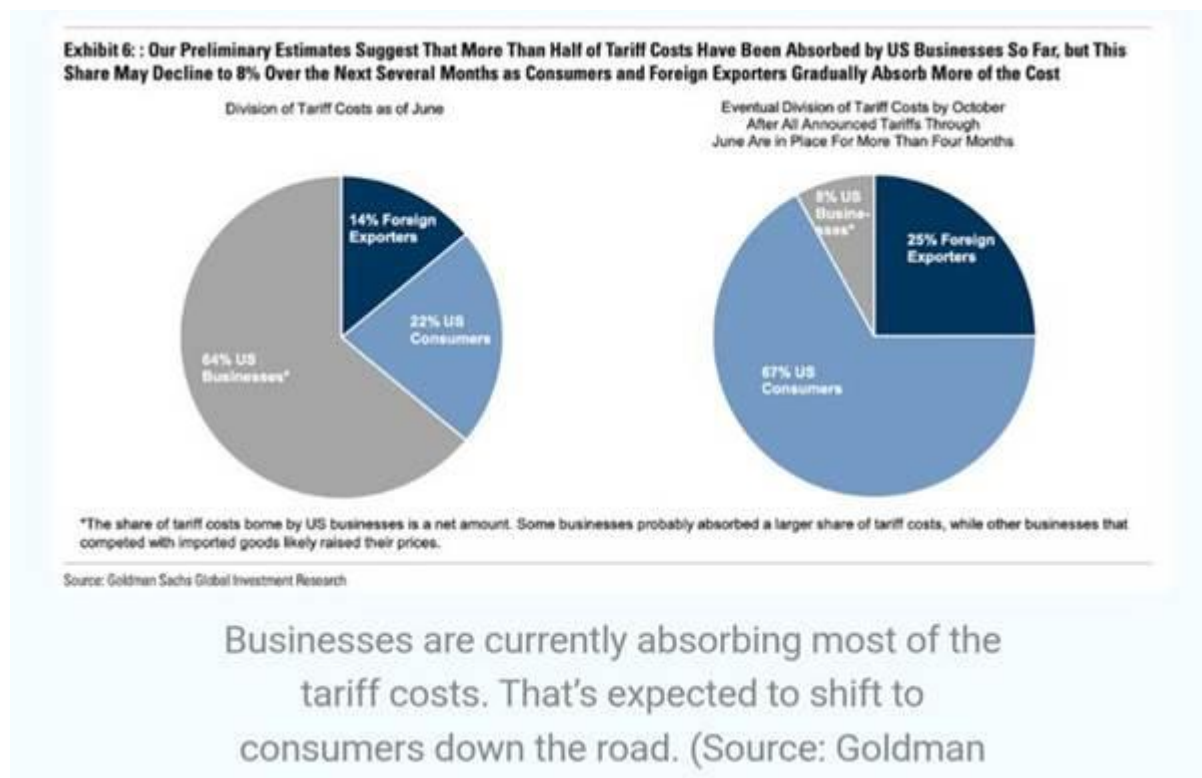


Los funcionarios de Trump argumentan que los aranceles no están teniendo ningún impacto en la inflación. Pero si eso fuera cierto, entonces significaría que el "choque de la oferta" sobre los precios estaba sucediendo de todos modos. Es cierto que, hasta ahora, el impacto arancelario ha sido limitado. Eso se debe a que tan pronto como Trump comenzó sus rabietas arancelarias, los importadores estadounidenses se apresuraron a maximizar las existencias y adelantarse a los aumentos arancelarios. Por eso las importaciones estadounidenses se dispararon en la primera mitad de 2025 y el déficit comercial estadounidense empeoró drásticamente.

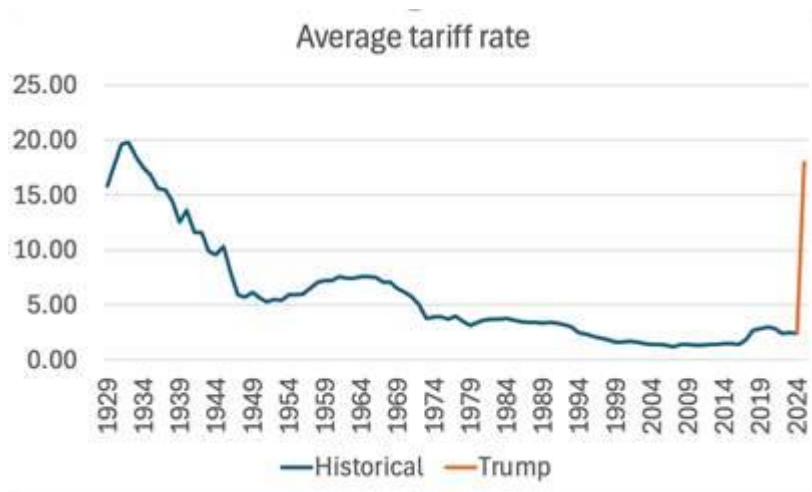


Además, algunos exportadores extranjeros a los Estados Unidos redujeron sus precios para absorber los precios de importación de los aranceles. Pero los aumentos

arancelarios eventualmente llegarán a los precios al consumidor. Ya se ha trasladado alrededor del 22 % de los costes arancelarios a los consumidores, según un análisis de Goldman Sachs. GS calcula que eventualmente aumentará al 67 %.



Dado que el arancel efectivo sobre las importaciones es ahora de alrededor del 18 % (en comparación con aproximadamente el 4 % antes de que Trump comenzara) y las importaciones son de alrededor del 14 % del PIB de los Estados Unidos, eso solo puede significar un aumento *adicional* de alrededor del 1,5 % de puntos a la tasa de inflación durante los próximos 12 meses, lo que elevaría la inflación de los Estados Unidos hasta el 4,5 o el 5 %.

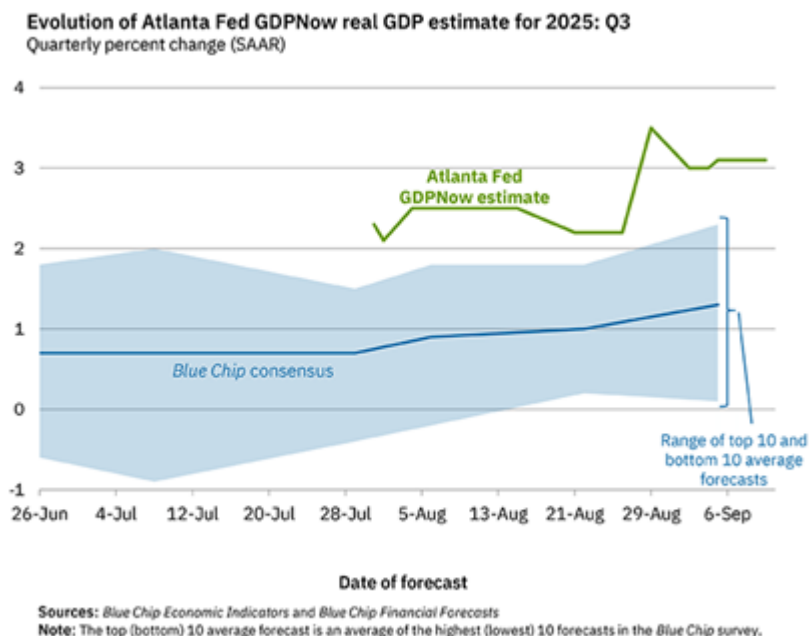


Este aumento potencial de la inflación es lo que preocupa a los inversores de bonos del gobierno en los mercados financieros. Querrán mayores rendimientos para compensar la reducción de los rendimientos reales por la mayor inflación. Por lo tanto, podemos esperar que los rendimientos de los bonos del gobierno a largo plazo de los Estados Unidos aumenten incluso si la Reserva Federal reduce las tasas a corto plazo.



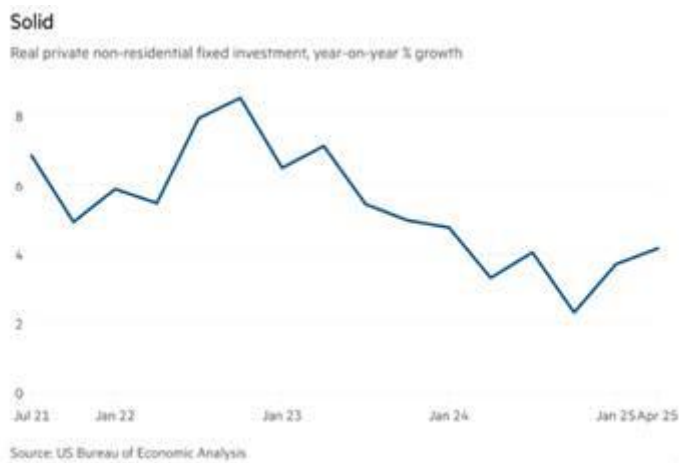
Así que las fuerzas que impulsan la estafación son cada vez más fuertes. Sin embargo, eso no significa que la economía estadounidense se dirija inminentemente a una crisis total. Una crisis es cuando la producción total cae (a los economistas de la corriente teórica principal les gusta llamar a una caída en la producción total durante dos trimestres consecutivos, una "recesión técnica"). [La Oficina Nacional de Investigación Económica \(NBER\) rastrea las recesiones](#) y aplica una amplia gama de

indicadores para "declarar" una crisis. Pero el juicio de la NBER siempre es retrospectivo (es decir, después de que termine la caída). Hasta ahora, el NBER no ha anunciado una recesión. Hay otros modelos de pronóstico que intentan rastrear la tasa de expansión en la economía estadounidense. El modelo Atlanta Fed GDP Now es popular. Actualmente está pronosticando que el PIB real de EEUU aumentará un 3,1 % anualizado para el tercer trimestre de este año, aunque tenga en cuenta que el consenso de todos los principales pronosticadores es de alrededor del 1,3 %.

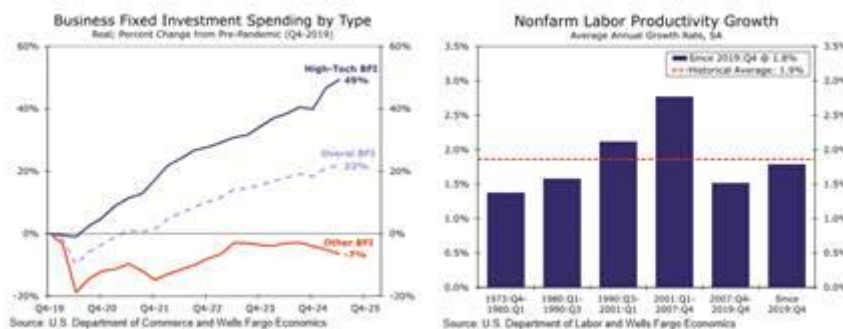


La Reserva Federal de Nueva York también tiene un modelo de pronóstico. El Newcast del personal de la Fed de Nueva York para 2025:T3 es actualmente del 2,1 %. Una vez más, esta es una tasa anualizada, que no es la misma que la tasa trimestral o la tasa interanual. Pero hasta ahora, sea cual sea la medida o el modelo, todavía se espera que la economía estadounidense se haya expandido de junio a septiembre de este año, aunque a un ritmo más lento.

Yo y otros hemos demostrado que una crisis solo ocurre cuando la inversión empresarial se contrae bruscamente y la inversión empresarial solo lo hace si las ganancias comienzan a caer. Hasta ahora, la inversión empresarial sigue siendo positiva, alrededor del 4% anual.



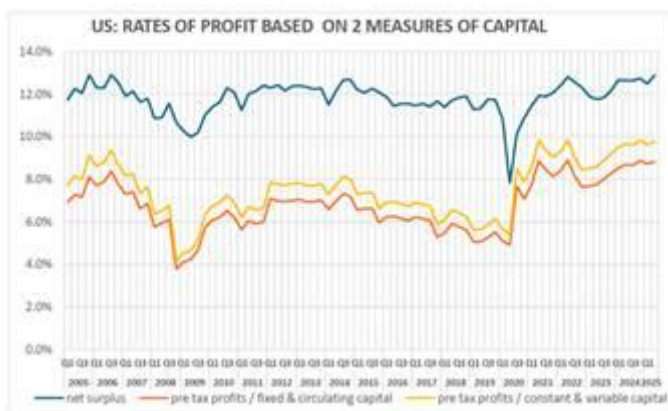
Sin embargo, gran parte de este crecimiento en la inversión empresarial se concentra en el gasto en IA de alta tecnología en centros de datos y otra infraestructura para el supuesto auge de la IA. Desde 2019, ese sector de inversión empresarial estadounidense ha aumentado casi un 50 %, mientras que el resto de la inversión corporativa ha bajado un 7 %. El impacto de la inversión en alta tecnología e inteligencia artificial ha aumentado ligeramente la tasa de crecimiento de la productividad laboral, pero todavía está por debajo de la tasa de los años 90 y 2000. Si el auge de la inversión en IA flaquea, entonces la inversión empresarial se desplomará.



En cuanto a las ganancias, el negocio estadounidense lo ha hecho mucho mejor que en cualquier otro lugar. Desde el pico antes de la crisis financiera mundial, las ganancias corporativas en EEUU han aumentado un 166%, superando con creces a otras regiones. Por el contrario, la eurozona apenas se ha movido, con ganancias corporativas de solo un 8% más.



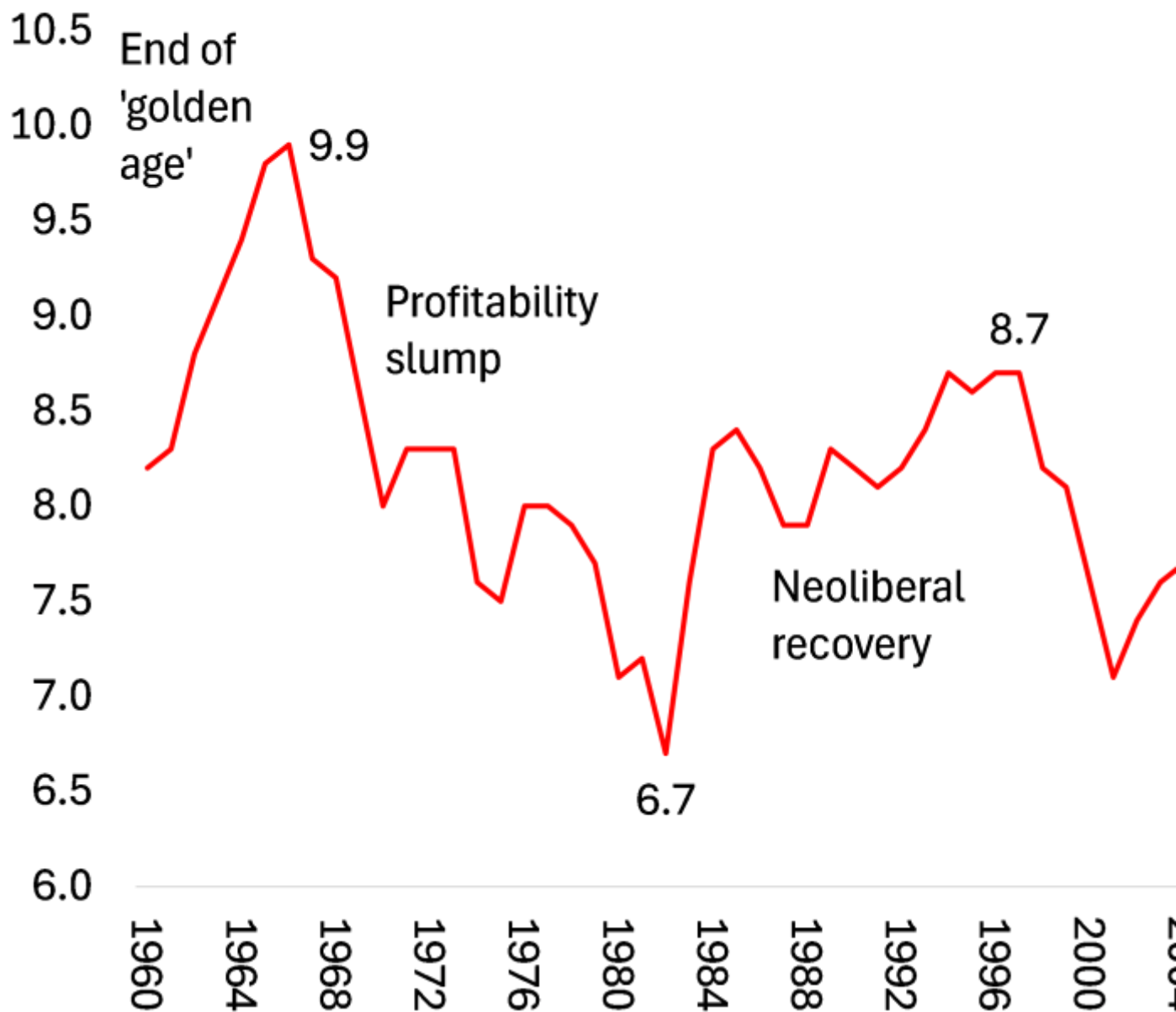
Y la rentabilidad del capital estadounidense ha mejorado desde el final de la caída de la pandemia en 2020. Según los cálculos de Brian Green, la tasa de beneficio del capital antes de impuestos corporativos de los Estados Unidos está en un nivel más alto que en 2006.



Fuente: <https://theplanningmotive.com/2025/08/30/us-corporate-profits-2025-q2-plateauing-but-yet-to-collapse/>

Mi propio cálculo para la tasa de ganancias de los Estados Unidos desde el final de la Gran Recesión y después de la pandemia de COVID es similar.

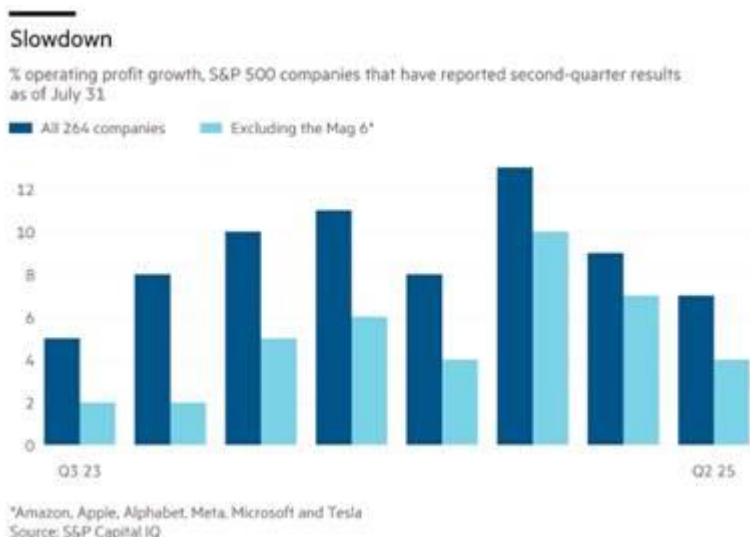
US pretax rate of profit on capital



Fuente: serie EWPT 7.0, Basu-Wagner et al, AMECO, cálculos del autor

Las ganancias corporativas siguen creciendo. Los ingresos operativos de las empresas S&P 500 (excluyendo las finanzas) crecieron un 9% en el trimestre más reciente, en comparación con el año anterior. Pero esa cifra incluye las mega ganancias de las llamadas empresas de alta tecnología de los Siete Magníficos. Si se excluyen, entonces el resto del crecimiento de las ganancias de las empresas no

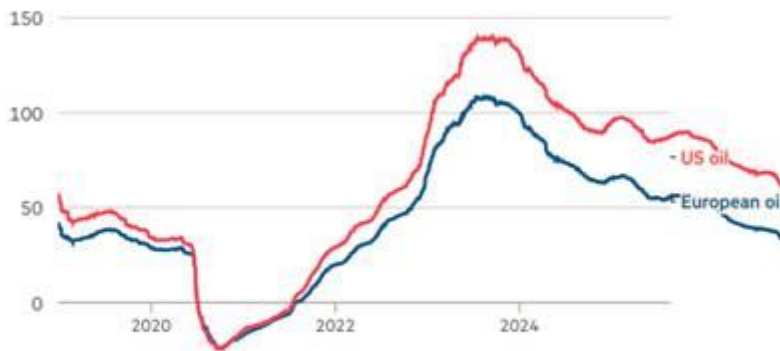
financieras y no energéticas es de alrededor del 4-5% y se ralentiza. El crecimiento de las ganancias entre estas empresas está siendo reducido por el aumento de los costes de producción. Lo que se intensificará a medida que los aranceles de importación suban los precios de los componentes y las materias primas.



Además, los precios del petróleo crudo han estado cayendo y esto está reduciendo las ganancias del sector energético estadounidense. Se prevé que el gasto de capital en la producción mundial de petróleo y gas caiga un 4,3 %, la primera caída anual en la inversión desde 2020. Las empresas energéticas están recortando puestos de trabajo, reduciendo costes y reduciendo las inversiones al ritmo más rápido desde la crisis de la pandemia. La industria del esquisto estadounidense ha sido particularmente golpeada.

Forecasts for profits are falling in both the US and Europe

Aggregate consensus net income, fwd-one year (\$bn)



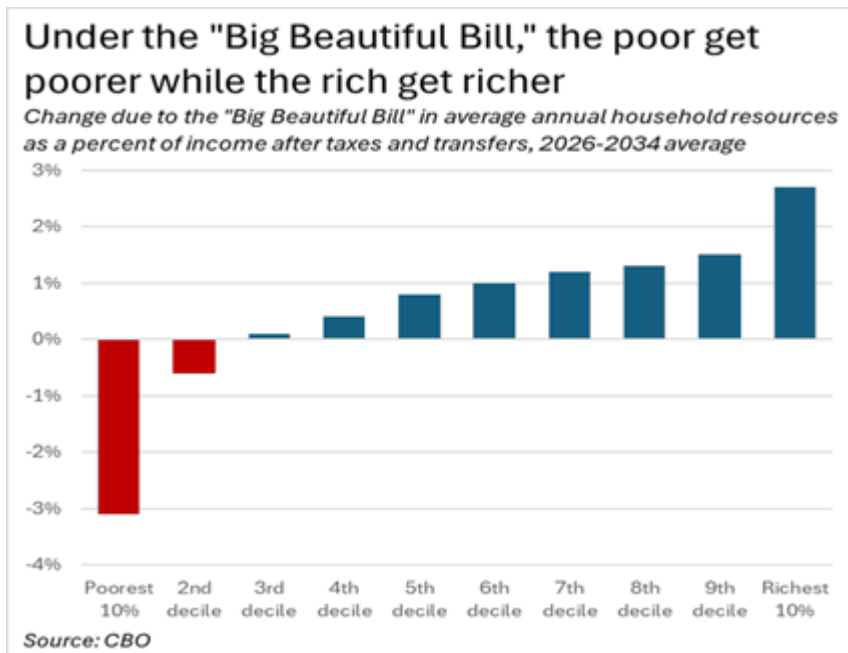
Source: FactSet • Europe = BP, Shell, TotalEnergies, Eni and Equinor. US = ExxonMobil, ConocoPhillips and Chevron

FINANCIAL TIMES

Trump y el equipo de MAGA afirman que los aranceles generarán tantos ingresos fiscales (1,8 billones de dólares) e inversiones en nuevos negocios (3-5 billones de dólares adicionales) que la economía se disparará (al 4 % el próximo año, afirman) y eso conducirá a cientos de miles de nuevos empleos. Pero no hay pruebas que respalden estas afirmaciones.

Los ingresos arancelarios reales suponen alrededor de 134 mil millones de dólares hasta agosto de 2025. Mientras tanto, el déficit presupuestario del gobierno federal no muestra signos de contraerse, al contrario. [La Ley Big Beautiful Bill de Trump aprobada en julio prometía recortes de déficit, pero las proyecciones actuales muestran los déficits en curso.](#) La Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO) proyecta que el déficit presupuestario federal en el año fiscal 2025 será de 1,9 billones de dólares. Los ingresos arancelarios proyectados para este año son una pequeña proporción de los ingresos del gobierno federal, solo el 2,4 %.

Y durante los próximos años de la administración Trump, los recortes de impuestos corporativos y del impuesto sobre la renta para los que ganan más reducirán los ingresos potenciales mucho más de lo que aumentarán los aranceles. De hecho, estos recortes de impuestos constituirán la mayor transferencia de ingresos por parte de un gobierno de los pobres a los ricos con una sola ley en la historia.



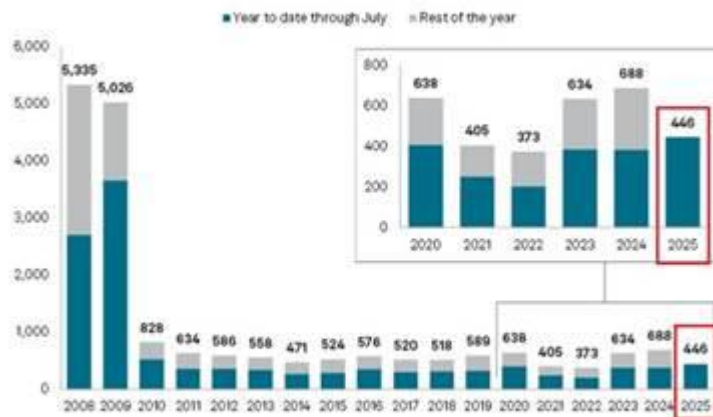
Los ingresos arancelarios no van a reducir el déficit anual del gobierno federal, actualmente en más del 5,5 % del PIB (si se ralentiza ligeramente). De hecho, las proyecciones son que los déficits anuales aumentarán al 5,9 % del PIB en los próximos diez años, con la relación deuda pública/PIB situándose en el 125 % del PIB. El aumento de la deuda pública es otra preocupación para los inversores en bonos del gobierno y, por lo tanto, impulsará al alza los rendimientos de los bonos, haga lo que haga la Reserva Federal para reducir las tasas a corto plazo.

Los hogares estadounidenses están sintiendo el pellizco. El sentimiento del consumidor sobre la economía ha caído a uno de sus índices más bajos de la encuesta de este siglo, en línea con los niveles de la Gran Crisis Financiera y los niveles de recesión de la década de 1980.



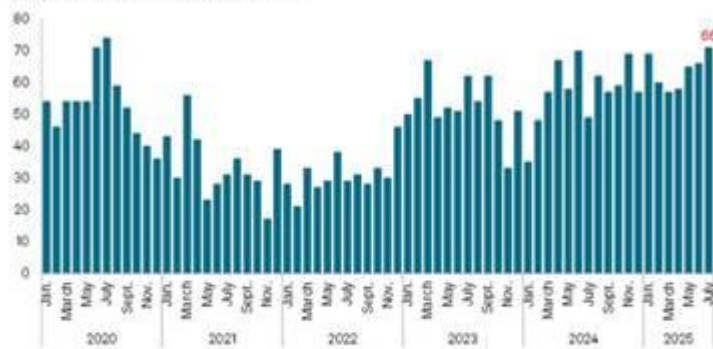
Y las partes más débiles del sector corporativo están luchando por sobrevivir. Ha habido 446 quiebras corporativas en lo que va del año, la mayor cifra en 15 años.

US bankruptcy filings by year



Includes S&P Global Market Intelligence-covered US companies that announced a bankruptcy between Jan. 1, 2008, and July 31, 2025.

US bankruptcy filings by month



Data compiled Aug. 4, 2025.

Includes S&P Global Market Intelligence-covered US companies that announced a bankruptcy between Jan. 1, 2020, and July 31, 2025.

S&P Global Market Intelligence's bankruptcy coverage is limited to public companies or private companies with public debt where either assets or liabilities at the time of the bankruptcy filing are greater than or equal to \$2 million, or private companies where either assets or liabilities at the time of the bankruptcy filing are greater than or equal to \$10 million. Involuntary bankruptcy filings are also included.

Source: S&P Global Market Intelligence.

© 2025 S&P Global.

Comencé esta nota argumentando que la economía estadounidense está entrando en un período de "estagflación", es decir, aumento de la inflación y aumento del desempleo. La estagflación muestra que tanto las teorías keynesianas como las monetaristas de la inflación son falsas. Y eso significa que haga lo que haga la Reserva Federal con las tasas de interés o las inyecciones monetarias tendrá poco o ningún efecto en la inflación o el empleo, los supuestos objetivos del banco central.

Si la inflación y el desempleo disminuyen o no depende de si el PIB real y el crecimiento de la productividad de los Estados Unidos se recuperan o no. Eso depende de si la inversión empresarial sigue creciendo o no. Y, en última instancia, eso depende de si la rentabilidad y las ganancias del negocio se mantienen o caen. Hasta ahora, no ha habido caída, pero los signos descendentes se están haciendo visibles.

Michael Roberts

habitual colaborador de Sin Permiso, es un economista marxista británico, que ha trabajado 30 años en la City londinense como analista económico y publica el blog The Next Recession.

Fuente:

<https://thenextrecession.wordpress.com/2025/09/14/us-economy-stagflation-now-more-than-a-whiff/>