

La crisis del dólar y el euro, efectos en la economía internacional.

Global financial crisis, 2013

*José Alberto Pérez Toro**

Resumen

El trabajo de James M. Lindsay conocido como *George W. Bush, Barack Obama and the future of US global leadership* sugiere una ruptura en la correlación de fuerzas que rige el medio de la política internacional. Bush, era optimista frente al poder disuasivo de los Estados Unidos para mantener el orden mundial, y Obama confiaba en su capacidad para reestructurar el equilibrio internacional. Este último, propuso efectuar un retiro digno de las tropas acantonadas en Irak y eliminar los talibanes en Afganistán. El costo de esta política y la distorsión que generaba en el mercado financiero global, sugería que financiar estas iniciativas bélicas, y atender otros excesos tenía un gran costo político y económico. Por ello, el Congreso tuvo que autorizar y respaldar al gobierno para cubrir el abismo asociado con el costo fiscal, por un monto que ascendía a los USD 11,9 trillones. Esta suma estimada

* El doctor Pérez Toro es profesor titular de la Facultad de Ciencias Jurídicas y Políticas en el Programa de Relaciones Internacionales de la Universidad Jorge Tadeo Lozano. Ofrece las asignaturas de Relaciones económicas internacionales y de Política económica de Colombia. Tiene títulos de ingeniero industrial de la Universidad de los Andes, diploma en Desarrollo económico y M.Phil. en Estudios latinoamericanos de la Universidad de Oxford. Realizó estudios de doctorado en Ciencias sociales en UNW en el 2001 y en Historia en la Universidad Nacional de Colombia en el año 2010. Como profesional ha sido funcionario en la Federación Nacional de Cafeteros, Planeación Nacional, Anif, Incomex, Proexpo y el Ministerio de Comercio Exterior. Por varios años se ha desempeñado en calidad de profesor universitario. Correo electrónico: josea.perez@utadeo.edu.co.

se requería para corregir el precio de la guerra y el efecto del desbarajuste introducido por las operaciones *subprime* en el mercado de las hipotecas y derivados financieros equivocadamente manejado por los *assets managers*. En la Eurozona el efecto contagio, se reveló con base en la imprudencia financiera demostrada por los bancos de Irlanda e Islandia y los del sur de Europa, cuyas economías enfrentadas a operaciones fraudulentas, quedaron debilitadas por el exceso de créditos descubiertos, y a la postre refinanciados por el gigantesco paquete de rescate de 750 mil millones de euros conseguidos por los bancos ricos de Alemania y Francia, el Fondo Monetario Internacional y varias agencias europeas que se reunieron alrededor del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEFF) creado con 440 mil millones de euros. De la recuperación del dólar y el euro depende en adelante superar el efecto recesivo de la *global financial crisis*.

Palabras clave: dólar, euro, crisis financiera global.

Abstract

The work of James M. Lindsay known as “George W. Bush, Barack Obama and the Future of US Global Leadership” suggests a breakdown in the correlation of forces governing the middle of international politics. Bush was optimistic against the deterrent power of the United States to keep the world order, and Obama was confident in its ability to restructure the international order. The latter proposed to make a retirement worthy of the troops quartered in Iraq and eliminate the Taliban in Afghanistan. The cost of this policy and the distortion generated in the financial market overall suggested that to sponsor these war efforts, and to meet other excesses both had a high political and economic cost. For this reason, Congress had to authorize and support the Government to cover the fiscal gap amounting to US \$11.9 trillion. This estimated amount is the minimum requirement to fix the cost of the war and to heal the effect of the disarray introduced by the irregular operations introduced by the “subprime” mortgage market and the mismanagement of “assets managers”. In the eurozone contagion effect, are revealed based on financial recklessness by Ireland and Iceland banks and those of southern Europe, whose economies faced with fraudulent transactions, that were weakened by uncovered credit excess, and ultimately refinanced by the giant rescue package of €750 billion euros achieved by Germany and France-rich banks, the International Monetary Fund and several European agencies who gathered around the Pact of stability and growth-PEC, and the Fund’s stability financial-FEEC created with €440 billion euros. Recovery of the dollar and the euro depends on forward to overcome the “global financial crisis” recessive effect.

Keywords: dollar, euro, global financial crisis.

A. El orden global y las crisis del dólar y el euro

Luego de ocurridos los sucesos del 11 de septiembre de 2001, cuando los talibanes y Al-Qaeda eran el foco de la organización terrorista islámica, se evidenció un cambio en el escenario mundial, suceso político que demandaba identificar nuevos mecanismos para preservar la estabilidad política y financiera en el mundo. Este propósito dependía de una condición que era la preservación de la paz, como una garantía para asegurar la estabilidad de los mercados en un medio económico globalizado. Debido a la conflagración bélica, se desataron fuerzas históricas impredecibles como fue el caso de las intervenciones en Irak y en Afganistán, cuyos costos por razón del conflicto, fueron demasiado elevados para los Estados Unidos. Al presidente Bush se le tildaba de optimista, en virtud de que confiaba en el poder disuasivo de los Estados Unidos a fin de evitar la guerra. Tenía fe en la capacidad de su país para sostener una paz conforme lo predicaban los postulados de un orden liberal. Obama en calidad de sucesor a la Presidencia, propuso como respuesta para mantener el clima de paz en el mundo, adelantar el retiro digno de las tropas invasoras en Irak, en el entendido que allí ya se había recuperado la paz, y que el problema global que subsistía era el de encontrar al fugitivo terrorista mundial, Osama bin Laden, de quien se creía estaba escondido en Afganistán¹.

El monto de esta contienda internacional asumido en gran parte con cargo al *taxpayer* norteamericano y descontando contablemente su elevado gasto, se hizo con base en la largueza financiera de los Estados Unidos y el sobrecosto en el componente de riesgo imputado al usuario del crédito financiero. El precio de precipitar esta crisis, fue poner en peligro el orden político y financiero mundial, representado primero por el indiscutible poderío militar de los Estados Unidos, y segundo, en la pérdida de confianza representada por la largueza extendida al instrumento financiero representado por el dólar y mecanismos crediticios prestados al descubierto en los Estados Unidos. Por extensión, en Europa, luego del Tratado de Maastricht, le correspondió al euro –la moneda complementaria en esta ecuación– participar de los riesgos del nuevo orden financiero mundial acosado por otro tipo de excesos e imprudencias.

Con el objeto de analizar este fenómeno financiero de la crisis financiera global, presentamos algunos hechos notorios que se enmarcan en conocidas teorías de las relaciones internacionales y de la teoría económica, incluyendo algunos aspectos de la tesis de la interdependencia entre los Estados, y en el caso económico, con base en elementos analíticos de la microeconomía y las finanzas globales relacionados con el significado del riesgo “diversificable”.

En el ámbito de la política económica internacional, recordemos la mirada teórica proporcionada por las obras de Barry Eichengreen –*Qué hacer con las crisis financieras*

1 Ver LSE: http://www.youtube.com/watch?v=yxDW6CL-Qvw&list=UUK08_B5SZwoEUK2hDPMOijQ. *What should economists and policymakers learn from the financial crisis?* Publicado el 27 de marzo de 2013. *Speaker(s)*: Dr. Ben S. Bernanke, Olivier Blanchard, professor Lawrence H. Summers y Axel A. Weber. *Chair*: professor Sir Mervyn King.

(2009)– y Randall D. Germain –*The international organization of credit* (1997)– que muestran primero el papel de la disciplina del mercado y segundo, la importancia de la supervisión fundada en fuentes confiables de información. Para el caso del segundo autor, se aprecia el hecho interesante del significado político de difundir por el mundo el servicio financiero del crédito a países con distintos grados de riesgo país. Desde la perspectiva de estas dos obras, se estima que existe una rivalidad entre los centros financieros, en especial, cuando se trata de orientar la facilidad del crédito y la emisión. Estos y otros elementos organizativos, explican el rol del Estado en estos procesos y cómo lo afectan decisiones como la seguida por los Estados Unidos cuando enfrenta responsabilidades fiscales del orden de USD 11,9 trillones, para subsanar el costo de la crisis generado por la guerra y la especulación financiera doméstica.

Esta inmensa suma puesta en circulación, perjudica y perjudicará no solo la economía estadounidense, también a la de las naciones competidoras, como ocurre en la Eurozona y el resto del mundo, que atónito observa cómo sus reservas en dólares y sus monedas se deprecian, sin saber a qué horas se aprecian. Total, la crisis es bancaria, agudizada por:

- Las pérdidas en el valor de los títulos ofrecidos en el mercado de capitales.
- La merma generalizada en el mercado de hipotecas ocurrida gracias a la caída del precio de la vivienda, por:
- La crisis difundida por el efecto de la deuda soberana exacerbada por la recesión que impedía el pago de intereses y la cuenta de abono a capital, y por:
- El doloso manejo de las cuentas fiscales y el excesivo gasto que produjeron una crisis de sobreendeudamiento público.

a. La crisis del dólar

Los analistas del orden económico internacional, llevaban un buen tiempo señalando al mundo que el reiterado predominio de los Estados Unidos en el medio global, exigía el manejo equilibrado de sus finanzas, a fin de orientar el efecto del proceso “irreversible” de la globalización financiera. Eludir esta ruta dependiente o *path dependence*, que quiere decir, no regresar al estado inicial de las cosas, para avanzar en el análisis mundial, exigía primero averiguar cuál era el efecto sobre el estado de cosas de ingresar a una zona financiera de peligro, y que de allí se propagara una nueva crisis histórica en el sistema bancario. El peligro de una crisis de confianza en el sistema puede ser de alcance internacional, de ahí la necesidad de mantener siempre activas las alarmas. El riesgo de ingresar a un estado de *global financial crisis* se presagió en el año 2008, cuando se manifestaron fuertes desequilibrios del mercado financiero mundial, ya que el dólar y el euro perdieron valor en las bolsas internacionales, con un costo inmenso para los inversionistas en el mercado de capitales. Esta crisis no sistemática del sector financiero, era la señal de que algo anda-

ba mal en las economías de estas dos grandes zonas económicas, como era la del dólar y la del euro, que en conjunto cubrían más del 80% de las transacciones en el mercado de capitales, y una porción considerable de las necesidades de crédito en el mercado de dinero; y en el contexto cambiario, ponía en peligro el valor de las reservas internacionales acumuladas en el sistema financiero internacional.

Una de las primeras decisiones orientadas a restaurar el equilibrio de las economías, fue el reconocimiento de la crisis del mercado *subprime* de las hipotecas en los Estados Unidos, situación que obligó a dicho país a adoptar una nueva política económica, tendiente a evitar el desbordado crecimiento del crédito privado, gracias a que esta política había alterado los precios relativos en el sector real. La crisis se sintió en el mercado de activos financieros con cobertura de riesgo, dentro de los que sobresalen los fondos mutuos compuestos por portafolios, varios títulos públicos descontados, como es el caso de las hipotecas, y activos titularizados vendidos o descontados en el mercado secundario del dinero, así como por el efecto especulativo de las operaciones de retroventa, dentro de las que destacan los conocidos Repos, tan familiares para Colombia. Esta situación de irrupción dolosa del riesgo diversificable como se dice en el argot financiero, se presentó debido a que se efectuaron por parte de los intermediarios financieros, innumerables transacciones que escondían la intención de cometer un delito conocido como dolo. Esta práctica irregular, se hizo al amparo o con el respaldo de activos, cuyos valores comerciales estaban inflados. A esta operación se le conoció como la de las hipotecas *subprime* o sobrevaloradas, operación o práctica financiera, que representaba situar en un nivel de riesgo altísimo las inversiones de portafolio, manejadas por onerosos *assets managers*, modalidad de activo financiero y de práctica irregular esparcida en el vasto mundo de las transacciones globales.

Ante la inminencia de los hechos que revelaban la saturación de las inversiones especulativas, y la quiebra de muchos bancos, afligidos por la imprudencia o práctica de hacer negocios con elevado *moral hazard*, sucedió que el sistema monetario se afectó porque los depósitos del público no contaban con una adecuada y bien protegida garantía real o porque los bancos no guardaron la adecuada relación entre capital y pasivos, situación que en conjunto llevó a los bancos a acudir a la instancia de último recurso que era el Banco de la Reserva Federal y al Departamento del Tesoro. En Europa, el Banco Central Europeo (BCE) no contaba con facultades para proteger fuertes corridas financieras. Las emisiones aprobadas por las normas del Congreso, se tradujeron en la adopción de medidas audaces con elevado costo social, ya que algunas transacciones como eran las de ofrecer billones de dólares de crédito a tasas de interés reales negativas o próximas a cero, así las determinaban.

Solo así se podría contrarrestar por un tiempo, el efecto que producía la caída y pérdida de confianza en el mercado mundial del dólar, con el agravante que se enviaban señales equivocadas a los mercados que contagiaban la estabilidad del mercado financiero global. Este operativo, concebido como medio para salvar operaciones riesgosas y descubiertas,

que en una primera fase ayudaron a integrar los mercados, en la segunda fase degeneró en una práctica de desconfianza que alentó una espiral inflacionaria de alcance verdaderamente global. Este acontecimiento, que todavía no se reconoce plenamente por la estructura de los mercados globales, amerita un análisis detallado sobre sus efectos.

Para enfrentar esta situación de inseguridad institucional de riesgo, iliquidez y pérdida del capital en el sistema bancario de los Estados Unidos, se votó la *Special Provision Act* de 2008 y luego la emergente Ley Bancaria. Las organizaciones especializadas en los temas de las finanzas, la moneda y el fisco, coincidieron en promulgar esta medida de rescate urgente en el sector monetario, crediticio y cambiario, que influía negativamente a sectores tan sensibles del ahorro institucional, como lo era el mercado de valores, siendo necesario contribuir con su presencia a la apertura de una ventanilla particular, en la cual se distribuyeran los recursos emitidos por el gobierno y respaldados por el amparo de la ley, como se advirtió en las recurrentes sesiones del Congreso, que dieron facultades al presidente Obama para respaldar la emisión de bonos y obligaciones descontadas. Se esperaba que así como las hipotecas y acciones negociadas en el mercado secundario volvieran a realizarse, solo con el amparo legal de la Temporary Liquidity Guarantee Program se oxigenara el sistema crediticio nacional, y así mismo el sistema financiero mundial.

Estas y otras reformas del orden financiero y tributario, llevaron a la economía de los Estados Unidos a entrar en un proceso de moderada recuperación, y después de cinco años, el recuerdo de la crisis todavía genera incertidumbre para sostener la estabilidad de la economía global.

b. La crisis del euro

En Europa las cosas tampoco estaban bien, en particular durante los últimos tres años, en virtud de que algunos de los países pequeños del norte de Europa y del Mediterráneo, respondían con extremo nerviosismo y adoptaban medidas para que los consumidores favorecidos por un clima de largueza crediticia en el sistema financiero internacional y amparados en el otorgamiento de préstamos de bajo costo, accedieran a créditos baratos, y para que las naciones pobres de la Eurozona, salieran de la franja de peligro, luego de haber crecido a tasas muy altas durante los diez años anteriores, para lo que fue necesario valerse de una operación de rescate financiero. Fue así como una de las facetas de la *global financial crisis* a la que se le denominó “Eurocrisis”, se reconoció con la quiebra de varios bancos que llevaron a la Eurozona a registrar una disminución en la actividad económica, situándose en un nivel de desempleo que superó límites históricos, en particular en Portugal, España y Grecia, países antes prósperos y con tasas de crecimiento del PIB muy altas.

Las estadísticas disponibles a la fecha muestran un preocupante y lento ritmo de crecimiento económico, una elevación crítica del nivel de desempleo y una caída muy fuerte

en el nivel de la inversión, circunstancia que se trató de corregir a través de la adopción de la Ley de Quiebras. A través de la adopción de esta normativa, se intentó rescatar a naciones como Inglaterra e Islandia, en una primera etapa, y luego a países del sur de Europa como Portugal y Grecia, se dejó en salmuera a España e Italia.

Este fenómeno de la *global financial crisis* atizado por síntomas de insolvencia bancaria muy particular en varios países de Europa, afectó a importantes instituciones del sector financiero y bancario, teniendo que extender a los países menos avanzados varias líneas de crédito fresco, para así subvencionar onerosos planes de rescate en el sector bancario. Los casos de debilitamiento financiero experimentados en economías críticas de la Eurozona, como España e Italia, al demandar costosísimos programas de rescate de sus bancos, elevaron el nivel de exposición al que se enfrentaban los banqueros con sus portafolios diversificados ahora con activos de muy alto riesgo país. Las expectativas que suscitaba una crisis financiera y monetaria, producía efectos macroeconómicos, como el de las lánguidas tasas de crecimiento, y niveles de desempleo superiores al 25% en varios países, evento inesperado que obstaculizaba el comercio exterior, como hemos visto en Colombia con el caso del comercio con esa zona del mundo.

El autor Barry Eichengreen (2011) y otros analistas llegaron a proponer que para evitar el paro generalizado, bancos y entidades de control deberían regular el sistema de otorgamiento de créditos dirigidos a muchos usuarios caracterizados por tener insuficiente respaldo hipotecario. La peor noticia del momento, era que los países más endeudados tenían un muy pobre sistema de recaudos impositivos y desde el punto de vista ético, se identificaban por tener una baja progresividad en el nivel de las tarifas impositivas. Controlar el efecto depresivo de la crisis, dependía de la adopción de medidas focalizadas para rescatar a Grecia y otros mercados en peligro de *default*. Se propuso buscar recursos frescos en los países más grandes, como Alemania, siendo su finalidad la de complementar con estos fondos los aportes de créditos contingentes provenientes del Fondo Monetario Internacional (FMI). También provenían dichos recursos frescos del Loan Guarantee Fund y del European Financial Stability Fund, siendo su objetivo técnico, el de mitigar el efecto del riesgo no diversificable en que incurrían los numerosos portafolios tramitados en el mercado de capitales de la zona del Euro y que ahora los afectaba también la inesperada crisis global.

c. La crisis de la deuda soberana

Los hechos históricos revelan que ha habido varias situaciones recientes en la que los países se han enfrentado a momentos críticos de insolvencia, o de incapacidad para cubrir la deuda bancaria, incluyendo instalamentos por pago de capital y la atención del pago periódico de los intereses. Las causas de estas crisis de deuda son diversas, y atacan primero en un lugar de origen tanto a naciones grandes como pequeñas, y tiene su razón de ser este fenómeno en la intensidad con que se manifiesta el ciclo económico, el exceso de

endeudamiento del Estado, y el temporal alejamiento de los prestamistas internacionales enclavados en el sistema financiero local. También en la intensidad en que se da la especulación financiera en el sector privado, ocurrencia que conlleva a situaciones de insolvencia e incumplimiento en los pagos y obviamente de intereses. Algunos casos sonados de crisis soberana se identifican con lo ocurrido con el problema de la deuda externa latinoamericana en los años ochenta, y otras ocurridas en los últimos cinco años, suscitadas por el efecto de la *global financial crisis*.

Los casos más notables de estas crisis globales son:

- La crisis bancaria referida por Kindleberger en su obra *Manias, panics and crashes* (1996) que se dice puede tener origen en las crisis financieras y la presencia de situaciones de pánico financiero.
- Los que encuentran otros autores, que refieren que en 65 países en desarrollo, el capital de los bancos puede desaparecer durante la crisis soberana, como ocurrió en los años 1980-1995, cuando en América Latina muchas entidades financieras quebraron, o fue necesario introducir el austral en Argentina y el real en Brasil para cambiar el rumbo del destrozado sistema financiero (Pérez, 2002).
- El atinente al año de 1997 cuando ocurrió la crisis asiática, donde los bancos sobreendeudados, tuvieron que recapitalizarse. Su nivel de exposición alcanzó el 58% del PIB solo en Indonesia, el 30% en Corea del Sur y del 10% en Malasia.
- El que refieren Reinhart y Rogoff (2009), que expresan que las causas de las crisis son diversas y pueden atacar a países grandes y pequeños. Los autores encontraron 126 crisis entre los años 1800-2008. Cerca de 60 crisis atacaron a naciones con alto ingreso y 58 ocurrieron después de 1970, cuando sobrevino la globalización de los mercados.
- El de las corridas de capital, que desde 1970 han sido grandes (Singala y Kumar, 2012).

Otras causas estructurales que explican las crisis son:

- El exceso de activos invertidos en el exterior, y que se encuentran descubiertos frente al monto de las obligaciones contraídas por el Banco Pagos Recíprocos de Basilea (BIS).
- El crecimiento de los activos financieros en el exterior que ha sido mayor que las obligaciones cubiertas en el interior.
- El efecto de la globalización financiera que dispersa el riesgo diversificable pero no el no sistémico.

- El desbalance global que pronunció el aumento de la liquidez internacional, y desequilibró el valor real de los activos en muchos portafolios.
- La fuga de capital a santuarios financieros y tributarios que afectó la estabilidad de los países emergentes (Singala y Kumar, 2012: 24).

B. Estados Unidos y la estrategia de su política económica internacional

El trabajo de James M. Lindsay *George W. Bush, Barack Obama and the future of US global leadership* muestra el cambio de la política internacional de los Estados Unidos a partir del 11 de septiembre del año 2001, cuando el presidente de esa gran nación declaró la guerra global al terrorismo. Para Lindsay *Bush was optimistic about the capacity of american power to reshape the world* (2011: 765).

Esta afirmación acerca de la limitación en la que había caído el imperio norteamericano, es la justificación que invita a avanzar por un camino diferente en el análisis de su poderío, iniciativa que tiene por objeto explorar la naturaleza de los cambios en la política exterior de ese país, y que lo ha llevado hacia la pérdida de influencia política en el mundo. Una de las causas de este menoscabo de protagonismo, proviene del manejo que se le da a su política económica internacional, la cual por la forma errática en que se ha manejado, tiende a generar inestabilidad económica en el mundo, ya que su moneda es una fuente importante del intercambio y depositaria de valor de los activos financieros, así como respaldo de las reservas internacionales de muchos países. Su pérdida de credibilidad aqueja no solo la conformación del sistema financiero internacional, si no que impide canalizar los flujos de la inversión y del comercio de bienes y servicios de manera eficiente.

Esta situación de cambio repercute en la estabilidad de la política exterior de los Estados Unidos como potencia mundial, ya que su credibilidad como agente que organiza las fuerzas económicas, afecta la estabilidad de otras monedas, como en el caso del euro, que es una significativa moneda subsidiaria en el mundo.

La demora en la recuperación económica de los Estados Unidos en los últimos años y la aparición de síntomas recesivos en la zona del euro en particular, influyen en el desempeño del sistema mundial, en el cual, se lucha todavía por el poder en el medio de la diplomacia internacional, y se intriga con base en declaraciones de intención acerca de la relevancia de sostener el sistema democrático, el cual propende, como todos sabemos, por la prevalencia de las libertades, el respeto de los derechos humanos y la inclusión social. En cuanto al rumbo que sigue el mercado mundial, el proceso de la globalización es el factor que facilita la movilidad de los flujos de inversión directa de capital y de transferencia de tecnología, como coadyuvante a la expansión del mercado mundial y el crecimiento. Su fractura, así sea parcial, conmueve el desarrollo de muchos países que encuentran en el comercio una fuente de crecimiento.

Recordando que la crisis norteamericana del dólar iniciada en el año de 2008, luego de precipitarse la quiebra del Banco Lehman Brothers y reconocerse el efecto de los activos tóxicos en la conformación de portafolios de inversión de capital de riesgo, representados en muchos casos por riesgosas hipotecas figuradas en activos sobrevalorados, suscitó una enorme crisis de confianza en el mercado financiero e hipotecario de los Estados Unidos, a decir por varios analistas reconocidos². Esta crisis que tenía raíces históricas, ya que muchos bancos y entidades crediticias, venían falsificando sus balances como ocurrió con el caso de la compañía Enron, una de las empresas energéticas más grandes del mundo, o de los bancos Lehman Brothers o Fannie Mae, que contribuyeron con su imprudencia a precipitar una crisis que tuvo repercusiones en Estados Unidos y en el mundo entero, generó un fuerte efecto de “desconfianza” en la economía mundial. Esta crisis, más que todo, ha sido una de pérdida de confianza en las transacciones globales. Su consecuencia se transmitió por distintos canales y a diferentes velocidades en todos los renglones de la actividad económica global, y propició en algunos casos situaciones indeseables, por ejemplo, la contracción económica o el efecto contagio del clima recesivo³.

Esta situación de incertidumbre y de falta de confianza en el sistema financiero internacional, perjudicó a los diferentes mercados del mundo, ya que la crisis del dólar incidió en la estabilidad de los mecanismos de pagos mundiales, y porque el dólar y el euro perdían valor en los mercados. Los bancos centrales se enfrentaron a situaciones de incertidumbre, debido a que se observaba que las divisas que respaldaban sus reservas internacionales, se deterioraban rápidamente en términos de valor. La divisa internacional se vio afectada por la pérdida de respaldo en metálico y en otros activos libres de riesgo,

2 Valor en riesgo de una cartera:

$$\text{Definición. } \text{VaR} = \sqrt{\text{Var}R^2_1 + \text{Var}R^2_2 + 2\sigma^{12} \text{Var}R_1 \text{Var}R_2}$$

donde $\text{Var}R_1$ = Value at risk del instrumento 1.

$\text{Var}R_2$ = Value at risk del instrumento 2.

σ^{12} = correlación entre el movimiento de precios de los instrumentos 1 y 2.

- 3 La desregulación trae a los mercados financieros volatilidad en los precios. La volatilidad en el corto plazo en las tasas de interés y de cambio con ciclos más largos de ascenso o caídas de los precios genera en las monedas y en las acciones mayor volatilidad y mayor efecto contagio. Efecto contagio, proviene del rompimiento de las barreras entre los mercados financieros, en virtud de las privatizaciones del riesgo cambiario y las masivas privatizaciones de empresas en el mundo. Debido a la globalización de los mercados financieros, los segmentos del sistema global se han tornado fuertemente interdependientes.

El fenómeno del riesgo moral, proviene del mundo de los seguros, donde disminuye la prudencia financiera.

La suma de los riesgos que manejan los agentes privados suele ser inferior al riesgo país o de la comunidad.

El riesgo puede ser disminuido pero no eliminado. La gestión de la Banca Central es la de controlar el riesgo sistémico; pero reducir el riesgo sistémico se asocia con aumentar el riesgo moral. Si el Estado rescata empresas, controla los precios y los tipos de interés florecen, los proyectos de alto rendimiento y alto retorno lo logran, pero en el ámbito mundial puede aumentar todavía el riesgo no sistémico cuando hay amagos de crisis global.

ya que en el mercado financiero de los Estados Unidos se deterioraba la confianza en su economía. Esta situación de pérdida de confianza en los activos gubernamentales, también se presentó en algunos países de Europa, lo que significaba restarle credibilidad a estas divisas y a las inversiones realizadas con papel desechable. Como resultado de esta realidad de ausencia de confianza en la moneda, se produjo un clima de inestabilidad en los mercados, aquejando la conformación del ahorro en activos financieros; y en el medio de los nuevos activos “libres de riesgo”, como son los instrumentos derivados y de cobertura, muchos de ellos perdieron valor, revelando el valor sistémico del componente “riesgo”.

Por ello, el ahorro de las personas y de las empresas, dejó de ser una actividad confiable para los inversionistas de capital, quienes veían cómo sus acciones y derivados financieros, se volvían negocios inseguros y muy riesgosos.

a. Estados Unidos como centro político y financiero mundial

Efectuar un seguimiento detenido de la política exterior de los Estados Unidos es un ejercicio importante para un país como Colombia, ya que, como otras naciones con grado de desarrollo similar, depende muchísimo de los sucesos económicos que ocurran en dicha nación. Tanto, que en la medida en que los países busquen adaptar mecanismos institucionales para articular sus economías a la de los Estados Unidos, lo hacen pensando en que los buenos rendimientos de la economía norteamericana deben transmitirse al propio país. El concepto *político* de la interdependencia es un asunto relevante, porque propone soluciones para que los Estados cooperen en aspectos políticos, y se equilibre la movilidad de los factores en el mercado mundial. Un primer aspecto de interés en ese orden político, es el apoyo a ciertos procesos democráticos y a que la gobernabilidad se dé en varios países, como ocurrió recientemente en el norte de África con la aparición de la Primavera Árabe. En el pasado, Huntington en sus obras *la Ola democrática* y *El choque de las civilizaciones* destacaba el interés por recuperar la democracia en América Latina y otras naciones con diversas culturas y religiones con la finalidad de construir un mundo más grande.

La asignación de los recursos económicos, en el segundo caso, es garantía para la estabilidad de los mercados y es una forma de proteger el equilibrio de los signos monetarios, como son el dólar y el euro, ya que la confianza de esta en los mercados regionales, es un medio vital que permite que las corrientes de inversión fluyan, y que se preserve la estabilidad de los tipos de interés, como un respaldo para que opere la ley de las ventajas comparativas y el surgimiento de otros procesos competitivos, como aquellos donde se realiza la innovación y el cambio tecnológico.

Estas tendencias en lo político y en lo económico, son las que permiten que las inversiones de largo plazo de los países industrializados en los mercados emergentes, se mantengan en naciones de diversa calidad de riesgo, y que con ello, se avalen las exigencias macroeconómicas que condicionan el sostenimiento del equilibrio de la balanza de pagos, además aseguran el flujo continuo de la inversión extranjera. El cambio en los precios re-

lativos y en los gustos de las personas, son factores que marcan el comportamiento de los mercados en el corto y mediano plazo, y sucesos como el sostenimiento de las tasas de interés en niveles bajos, garantizan la movilidad de capitales entre naciones.

En cuanto a la credibilidad que ofrece la política exterior de los Estados Unidos, algunos analistas reconocidos, como Laurence Whitehead, estiman que la política exterior de los Estados Unidos, está diseñada en función del equilibrio del sistema global. El referido autor, sugiere que desde la terminación de la doctrina Bush que buscaba la contención, lo que intenta ahora la política exterior del presidente Barack Obama, es lograr un nuevo:

1. Equilibrio de la seguridad al restaurar la confianza para evitar la proliferación nuclear.
2. Definir cuál es su interés para procurarse el acceso a los recursos naturales estratégicos como son el petróleo, el agua y el control de las tierras agrícolas aún inexploradas en el mundo.
3. Responder institucionalmente a la situación de la inestabilidad financiera, tanto en su país como en la Eurozona Whitehead (2011).

Este último punto nos llama muchísimo la atención, porque el manejo de la divisa es una fuente de estabilidad del sistema financiero mundial. Con el objeto de comprender esta situación internacional, Whitehead (2011) enuncia un marco teórico que soporta la actitud de esta nación con respecto al orden mundial y que resume en tres ejes temáticos, a saber:

1. *Temporalidad*. La define como un concepto que permite estimar cuánto tiempo puede el país referido ejercer la autoridad hegemónica en el mundo, siendo esta una condición para poder acumular poder y controlar suficientes recursos, con el objeto de ejercer el predominio durante el tiempo necesario para consolidar las expectativas y convenir unas reglas que le posibiliten generarse suficiente credibilidad y capital político. El efecto del elevado cargo del gasto militar, ha puesto a Estados Unidos al borde de un abismo fiscal y ha alterado el sistema financiero internacional.
2. *Derechos de hegemonía*. La mirada constructivista de la seguridad de un Estado hegemónico, depende de su poder de convencimiento, de su capacidad para controlar recursos materiales y de las afirmaciones de legitimidad sobre su presencia en diversos lugares del mundo.
3. *Selectividad académica*. El tamaño de la bibliografía sobre las relaciones internacionales se escribe abrumadoramente en inglés, de ahí su sesgo por los intereses de los Estados Unidos como nación hegemónica.

Sobre estos postulados teóricos, el ahora mandatario reelecto de los Estados Unidos Barack Obama, sostiene que en su primer gobierno, se logró en Afganistán insistir en la

captura de los miembros de Al-Qaeda y sobre todo de Osama bin Laden, quien fue muerto por los *rangers* en Pakistán para restaurar la paz en el mundo.

Respecto del factor religioso, implicaba la prevalencia de estos fanáticos un peligro para la estabilidad del sistema global al que se refería el autor Barry Buzan (2000, 2004) en sus trabajos *International systems in world history* y *From international to world society*. Por su parte, Lindsay, decía que solo “romper la ligadura entre terrorismo, tiranos y tecnología de destrucción masiva” era el camino perfecto para quitarse definitivamente de encima este enemigo, y recuperar la paz perdida en la región. Sin embargo, como dicho anhelo no se alcanzaba solo por los medios diplomáticos disponibles en ese momento, la táctica política sugerida por el republicano Bush, consistía en acordar la invasión del país, y para desdicha de Obama, al proponerse trasladar sus tropas de Irak a Afganistán lo que dejaba vivo era un problema político sin resolver y se iniciaba otro entrabe político de calado más hondo e incierto.

El problema internacional de la paz, comenzó entonces a agravarse ante la insatisfacción que generaba la política de Bush de hacer crecer la economía, con base en los postulados del modelo de la “Globalización”, el cual era un proyecto geopolítico concebido como una fórmula “definitiva” para recomponer y reordenar el mundo político y económico, al antojo de la nación dominante. El problema con este modelo de la globalización y la porosidad de las fronteras, es que contribuyó a multiplicar los problemas globales, dentro de los que merecen mención el terrorismo y el tráfico ilegal de armas y de personas; y suscitó las crisis financieras cuyos efectos se multiplicaban por el medio global y se traspasaron sin sentirse las fronteras de los Estados nacionales como se ha visto en Europa y algunos países del Mediterráneo con las causas y efectos de las crisis de las monedas que van y vienen por las bolsas.

Así había ocurrido con los casos de las drogas y el narcotráfico en México y en Colombia, y con la situación del juicio inconcluso de los presos políticos en Guantánamo, con su efecto sobre la credibilidad del sistema penal norteamericano.

C. Globalización, dólar norteamericano y crisis del sistema económico mundial

La crisis de los Estados Unidos en el contexto mundial no comenzó con los episodios del 11 de septiembre de 2001, ya que tuvo origen en varios acontecimientos previos. Así lo presagió la internacionalista Susan Strange (1997, 1998), quien en sus libros *Casino capitalism* y *Mad money* describe las peculiaridades del sistema monetario mundial, que se debilita progresivamente y es en ese medio en el que los Estados Unidos, como nación predominante en el mundo, pierde o comparte el poder económico global ahora con otros Estados emergentes. En el contexto competitivo y compartido con otros bloques económicos, se observa que su moneda o patrón mundial de cambio y depósito de valor,

se deprecia, como consecuencia de sus emisiones monetarias inorgánicas después de la Segunda Guerra Mundial. La depreciación del oro como referente del valor de la divisa en el año de 1971 con la respectiva inconvertibilidad, y las fluctuaciones de la tasa de interés y recurrencia de las devaluaciones competitivas entre Estados “amigos”, llevaron al mercado mundial a experimentar el efecto contagio ante la insolvencia en unos casos, y debido al deterioro de la divisa en otros, lo que minó la credibilidad y confianza de depositantes en cuenta corriente en los otros factores (Pérez, 2002). Esta asimetría en el medio financiero, se atribuye a la falta de disciplina manifestada en la acción de la política-económica, como se observó en Rusia a finales de la década de los ochenta, y unos años más tarde en América Latina y Asia al profundizarse el efecto de la “Década perdida” y la “Crisis de Asia”, como se denominaron.

a. El mundo después del 11 de septiembre de 2001

Obama fue quien insistió que la mejor alternativa para el mundo después del suceso de las Torres Gemelas, era apoyar el humanitarismo ante el peligro de la intervención armada, y proceder a retirar las tropas en Irak y otros lugares ante situaciones de genocidio comprobado. Evitó con esta medida justificar su acción sobre el mal, entendido desde las tesis del realismo, que caracterizaron las intervenciones armadas de los presidentes Kennedy y Reagan, cuando la justificaban sobre el principio de defender los altos intereses norteamericanos y ahora sobre las expectativas humanitarias (Lindsay, 2011).

El cambio entre la política Bush y los principios democráticos inspirados por Obama, se cimentaron en:

- Rechazar el dominio global y la presencia militar en todos los sitios como forma de lucha en el extranjero.
- Disminuir el número de respuestas militares a los ataques terroristas y apartarse de posiciones vacilantes y débiles.
- Admitir que las doctrinas de la Guerra Fría perdieron vigencia frente al terrorismo, y reconocer la necesidad de un sentido más humanitario en la presencia norteamericana en dichos lugares en conflicto.
- Aceptar que los terroristas se organizan y atacan cuando cuentan con Estados amigos que los apoyan.
- Advertir que los organismos multilaterales solo en ocasiones apoyan a los Estados Unidos cuando adelante guerras antiterroristas.

En el ejercicio de su cargo, Obama exaltó su decisión de adelantar la retirada de Irak, y enviar más bien 17.000 soldados adicionales a Afganistán, totalizando 36.000 efectivos allí. La nueva diplomacia se reveló con el envío de una misión de negociadores a Irán con el objeto de iniciar conversaciones para equilibrar el programa nuclear, iniciativa que cul-

minó con sanciones a dicho país. Por otra parte, el presidente norteamericano invitó al mundo a confiar en la nueva verdad del compromiso por la paz, mensaje y acciones que le hicieron acreedor del premio Nobel de la Paz.

La acción inmediata en la política internacional al abandonar a Irak, fue proseguir en la búsqueda de los talibanes en cabeza de Osama bin Laden, quien se creía se escondía en Afganistán y finalmente fue hallado y eliminado por los *rangers* en Pakistán.

Así pues que mientras el mundo se confundía con el efecto de los fuegos artificiales de la guerra, la economía de los Estados Unidos, que es un pilar del sistema financiero mundial, se debatía políticamente ante una nueva realidad histórica, y era que no podía eliminar con declaraciones la pérdida de credibilidad en el dólar, divisa que aquejada por una turbulenta crisis financiera global –producida por la enorme liquidez internacional que se generó, luego de la guerra en el Oriente Próximo, y que minaba el proceso de la globalización de los mercados–, estropeaba la capacidad de intercambio global. Las primeras medidas del gobierno de Obama, con el apoyo de la coalición de los partidos Republicano y Demócrata, se plantearon en términos de una nueva política económica internacional, avalada por la decisión política del Congreso de respaldar al gobierno nacional para conjurar la crisis.

La política que se adoptó luego de establecerse un límite fiscal para cubrir la deuda que ascendía a USD 11,9 trillones de dólares, fue el repago, que se inauguró con la iniciativa del Banco de la Reserva Federal y el Departamento del Tesoro, de superar los efectos de la creciente crisis que también perturbaba la estabilidad del dólar. Para muchos, la crisis era el “numerario” perdiendo valor de compra en el medio internacional, lo que presagiaba el inminente incremento del facto de riesgo de atesorar en la divisa. Este hecho ineludible, llevó a los sectores especulativos a develar el hecho, que el mercado de activos financieros estaba minado por el efecto de la práctica perversa del mercado de hipotecas *subprime* que introdujo una asimetría dolosa en la valoración de los activos que respaldaban las deudas contraídas en el inflado mercado inmobiliario y las operaciones ruinosas de los *assets managers* en el mercado de activos de “cobertura de riesgo”.

Gracias a que el presidente Obama decretó una especie de “emergencia económica” las autoridades monetarias procedieron a promover la *Special Provision Act* de 2008 y luego la Ley Bancaria aprobada por el Congreso de la Unión. El Departamento del Tesoro dispuso como una medida a ultranza, para salvar el sistema financiero internacional, que se abriera una ventanilla para recibir bonos y obligaciones descontadas, así como hipotecas negociables en el mercado secundario afectadas por fuertes descuentos, además de permitir operaciones de venta de acciones emitidas y ofrecidas abundantemente en el mercado secundario, amparándose en la largueza crediticia del Temporary Liquidity Guarantee Program.

Estas y otras reformas de alcance digamos mundial, posibilitaron que la economía de los Estados Unidos registrara hasta nuestros días, al menos una lenta recuperación, situación que todavía da muestras de resentimiento en el medio global y que impacta

la actividad política y económica en muchos países, tal cual ocurría al otro lado del Atlántico, donde sobrevino una violenta crisis que impresionó la existencia misma de la Eurozona, creada después del Tratado de Maastricht. Este evento histórico de una crisis financiera global, con efectos a los dos lados del Atlántico, se evidenció con la ruina de muchos ahorradores del sistema bancario en Estados Unidos y en varios países de la Unión Europea. A naciones como Inglaterra e Islandia, se les exigió la inmediata adopción de una ley bancaria de quiebras. Este fenómeno de la crisis financiera global inducida por excesivos préstamos apalancados, se manifestó con el esparcimiento del efecto contagio en diversos países del sistema europeo.

A la mayoría de los ahorradores inscritos en instituciones financieras que se dolían de la pobre vigilancia y alto riesgo moral, se les exigió, o si se quiere, se les indujo a incurrir en costosos planes de rescate en cada una de las economías europeas en crisis. En primer lugar, ocurrió el rescate en Islandia y luego en los bancos escoceses. Los sucesos posteriores de quiebras e insolvencia, se sucedieron en Irlanda, Portugal y Grecia, eventos que demandaron la movilización de importantes fuentes externas de recursos para rescatar los bancos, con el consecuente decrecimiento de la economía y elevación del nivel de desempleo. En dichas economías, ya que no se podía acudir al expediente keynesiano de emitir dinero para incrementar el nivel de crédito, el nivel del desempleo rondó el 25% ante la reticencia de los países más ricos como Alemania y Francia de asumir todo el costo del rescate.

Barry Eichengreen y otros economistas prestigiosos, han propuesto a los bancos y a las superintendencias bancarias que regulen en adelante el otorgamiento del crédito, y avalen la solución política de la crisis de euro, mediante la aprobación de reformas fiscales que se deben extender por todos los países, para así conjurar el efecto de la crisis y recuperar un nivel razonable de confianza. Dar por terminadas las causas que originaron la crisis financiera global, dependía de la adopción de medidas de fondo, como fue el rescate de Grecia, apoyándose en el concurso de préstamos del FMI, el Loan Guarantee Fund y la European Financial Stability Fund.

Los trabajos de David y Liebowitz que teorizan sobre el concepto del *path dependence* permiten construir escenarios históricos estratégicos, donde las condiciones iniciales que caracterizan un proceso político o económico, se transforman en un escenario histórico, que transita de uno decadente a otro más próspero, o por lo menos, intenta regresar a las condiciones iniciales. Esta caracterización de los procesos históricos, ayuda a visualizar y describir la naturaleza de los cambios en el ámbito histórico, lo que equivale a decir por ejemplo, que ante situaciones en que se presenta un choque externo, como puede ser el de la pérdida de confianza en la institución de la moneda, se modifique la dinámica registrada por el mercado mediante la escogencia o selección de medidas adecuadas, corriéndose el peligro de que esto no ocurra así y la crisis continúe por término indefinido.

b. Patrón de cambio mundial

Para comprender las razones que llevaron a la recurrencia de estas crisis mundiales, Susan Strange (1998) propuso adelantar un estudio en detalle sobre el contenido teórico de la política económica internacional, siendo su objeto el de identificar los factores primordiales que históricamente incidían en la estabilidad financiera internacional, para conocer luego cuál era el efecto de la volatilidad de los tipos de interés y determinantes de la movilidad de los capitales, y cómo se manifestaban las situaciones de vulnerabilidad financiera que producía deterioros en los ahorros del público y culminar con aquella mala “práctica especulativa” del arbitraje financiero cuando había dolo.

Proponía dicha internacionalista que construcciones teóricas como la de la política económica internacional, ayudarían a comprender el alcance de las políticas tenidas como eficaces para ordenar la situación de los mercados externos, y a mitigar el efecto perturbador generado por la excesiva incertidumbre en el mercado, fruto de la inestabilidad que introducía el dólar en el volátil sistema financiero internacional. En la medida en que aumentaba la participación de una nación en el valor total del intercambio respecto de otro mercado, o se incrementaba el flujo y monto del intercambio de capitales, cambiaba la correlación de fuerzas entre Estados. Estas circunstancias llevaron a que el modelo de la economía-mundo, sufriera cambios estructurales y requiriera de otras alternativas de inversión más seguras para acumular y transformar el capital en un activo confiable (Shannon, 1996).

Se argumentaba por ejemplo, que el Sistema Monetario Internacional (IMS, por su sigla en inglés), estaba determinado por la interacción de un conjunto de reglas o leyes que incidían en el comportamiento del modelo económico de un país, el cual se organizaba para estabilizar los flujos de comercio e inversión creando confianza en los instrumentos de pagos. Se aducía también que a mayor grado de interdependencia entre Estados, mayores oportunidades para acceder a los mercados, y para las empresas multinacionales, esta seguridad significaba poder permanecer en los mercados recién conquistados.

El orden monetario exigía para preservar el entendimiento entre los Estados, que se armonizaran las relaciones de poder, tal como ocurrió después de la Segunda Guerra Mundial, cuando se mejoró el sistema internacional de pagos y se acordaron reglas seguras para garantizar la amortización de la deuda contraída, entre y con los grandes poderes financieros, como en el célebre caso de América Latina, durante la “Década perdida” de los años ochenta, que exigió a los países endeudados, un fuerte condicionamiento en materia de equilibrio de la balanza cambiaria por parte del FMI, para acceder de nuevo a sus líneas de crédito.

Durante momentos específicos cuando se hicieron latentes crisis monetarias, como las de la convertibilidad de las monedas, el economista Triffin propuso que en el mercado financiero mundial se utilizaran reservas en moneda extranjera para restaurar el equilibrio del déficit de la balanza de pagos entre países, facilitando por otras vías el acceso al crédito

fresco, requerido por aquellas economías temporalmente en situación de iliquidez. Esta propuesta tendía a poner en una posición más ventajosa a Europa, al menos cuando finalizó la guerra, ya que esta región carecía de medios adecuados en metálico para cubrir sus operaciones cotidianas, o mantener alto el nivel de reservas internacionales indispensables para alcanzar grados de seguridad económica.

En los años cincuenta, el gran problema de la economía monetaria internacional, consistía en dirimir sobre la capacidad para generar liquidez en la economía mundial, y que de ocurrir mejores posiciones de liquidez, no se percutiera el régimen del tipo de cambio fijo. El gran poder de los Estados Unidos, al finalizar la guerra, provino por ejemplo de la prerrogativa de incrementar la liquidez internacional a través de su capacidad para emitir dólares, y de cambiar las disponibilidades de crédito en la economía internacional. Esta situación de ilimitado uso del “señoreaje” frente a otros países, le permitió a Estados Unidos tener mayores libertades que las propuestas por el modelo de Maastricht en el año de 2001 cuando se acordó se procurase una moneda común para esa zona geográfica rival⁴.

Según el autor Cox en el trabajo titulado *The political economy of a plural world* (2002) la transformación en las relaciones societales marcaba el cambio estructural en la posguerra, ya que desde Bretton Woods, las finanzas globales se manifestaron como la nueva fuerza que determinaba la posición del capitalismo de Estado y del Estado liberal en el mundo, razón por la cual el sistema financiero internacional tendía a ordenarse mucho más allá de las propuestas sugeridas por el FMI. Esto es propugnar primero, por un equilibrio político de la balanza de pagos, y segundo, con la adopción del IMS, advertir que el mundo definiría unas reglas claras del orden monetario, superiores a las concebidas por las políticas nacionales, ya que el se necesitaba imponer un tipo de cambio estable para cada economía, e instaurar reglas claras y precisas para permitir la movilidad internacional del capital financiero. Desde la lógica de este modelo del mercado de capitales, se esperaba que los agentes monetarios privados en las épocas de crisis, pudieran proteger sus inversiones mediante la ayuda de normas bancarias prudentes y el respeto por los principios del riesgo diversificable de la inversión, como formas para evitar crisis inducidas por situaciones de riesgo moral⁵.

4 Tratado de Maastricht (1999). Crea un marco jurídico para establecer un mercado único de bienes capitales y servicios en quince países, introduce una moneda única en la zona del Euro, diseña las estructuras para la cooperación, propone un mercado único y fomenta el empleo y el crecimiento. Elimina los costos de transacción en monedas, consolida la soberanía monetaria y establece unos criterios de convergencia. Los más importantes son: evitar el déficit público anual por encima del 3% del PIB e impedir un déficit de consolidación del 60% del PIB para la deuda pública. La inflación no puede superar en más de un 1,5% la de los tres países comunitarios con mejores cifras. La moneda debe respetar los techos de fluctuación del SME. Los tipos de interés a largo plazo no deben superar el 2% de los tres países con mayor estabilidad de precios.

5 Una detallada descripción de los factores globales que introduce la práctica financiera internacional, aparece en Cox, *et al.*, (1995), Cox y Schechter (2002).

El poder público y la autoridad monetaria requerían extender por el mundo reglas confiables para manejar los excesos de liquidez de unos países, y para el caso del manejo de los excedentes de tesorería; ordenar la contabilidad del *clearance* ocurrida entre bancos privados —a fin de evitar que riesgos *overnight* influyeran de modo adverso la relación pasivos/activos de los bancos o la estabilidad del tipo de cambio en el mercado de capitales—, y ayudar a cubrir durante periodos más largos, situaciones “temporales” de iliquidez fundamentales, como el manejo de la tasa de cambio, que dependerían de los ajustes que determinaban los movimientos de capital en el corto plazo. Lo que guardaba vínculo con el otorgamiento de garantías de crédito en el mercado crediticio, se haría con recursos capados por el sistema, para adelantar nuevas inversiones, producción, acceso a servicios, tecnología y conocimiento, además, que se exigía una rigurosa observación de la calidad de las garantías que protegían la inversión.

Al concepto más amplio de la economía mundial como espacio en el cual se efectúan intercambios en todo el globo y que revelan estructuras para ejercer el poder político, Cox (1987) lo analiza desde el lugar donde ocurren acontecimientos que profundizan la internacionalización de la producción y dinamizan la movilidad mundial de los recursos y los factores. Susan Strange en sus obras de política económica internacional, en particular *States and markets. An introduction to international political economy* (1988) aprecia que la economía internacional como el sistema social y económico, es el punto donde confluyen los intereses de diversas sociedades nacionales que se integran en un mundo competido. En el contexto histórico, es Braudel quien define de otra manera la economía-mundo, ya que para él es el terreno donde se ejecutan las relaciones económicas y prácticas sociales que unen en una totalidad, los procesos de creación de riqueza.

Y es en ese sentido amplio en que lo exponen los referidos autores, que se expresa el medio monetario, ahora convertido en la fuente primaria del poder de la globalización, ya que con una rápida mirada se aprecia que varias instituciones confluyen con diversas fuerzas políticas que se correlacionan para financiar diversas transacciones, algunas muy especulativas. De su estabilidad depende que un vector final sea el que oriente la línea definitiva de poder, que asegure la fluidez de las transacciones. Aquí es donde el nivel del cambio en la economía se origina y donde se organizan las finanzas globales. Nos referimos a que desde instituciones como el FMI, el Banco de la Reserva Federal y el BCE, se concentran los intereses de los gobernantes, los comerciantes y los intelectuales, vueltos actores que movilizan recursos y abren nuevas líneas de crédito, o efectúan intercambios de mercancías, y las grandes ideas económicas se revelan como enormes fuentes del poder mundial (Germain, 1997).

En dicho contexto de suma de fuerzas, se manifiesta de lleno el impacto del mercado monetario y financiero en el proceso del crecimiento. Su poder allí desplegado parte de la facilidad para transar las operaciones comerciales en monedas y divisas; y de la capacidad para generar las condiciones de otorgar el crédito financiero fresco para facilitar operaciones de intercambio de títulos valores y organizar corrientes estables de comercio (Strange,

1991). Esta distinción es importante hacerla porque solo así se entiende de qué manera se ejerce o afecta el poder político representado por manipulaciones del dinero por parte de las potencias.

También en este contexto, el concepto crédito, sirve para averiguar cuál es el valor real de los activos financieros, ya que a partir de este momento se determina el valor del dinero, de acuerdo con la variable tiempo, y a fin de calcular el valor futuro de los pagarés o promesas de pago, se aprecia cómo el nivel de riesgo incorporado en la tasa de interés, se asocia con funciones que persiguen la estabilidad política que caracteriza a cada país.

La virtud que ofrece un sistema de crédito global, consiste entonces en que el sentimiento del mercado, captura el grado de confianza al mercado, y es con el cual se transan de un modo u otro el intercambio de activos, estableciendo primero que existe un costo descontado del dinero, dependiendo del riesgo político y del riesgo del mercado, y segundo que se garantice así con una cobertura el riesgo en que incurren los agentes públicos el tener que cumplir con sus obligaciones (Germain, 2009).

c. Efecto de la crisis financiera global, 2008-2013

Dependiendo de las anteriores consideraciones, se dice que la crisis financiera global de 2008-2013, es parecida en algunos aspectos a otras crisis financieras y de convertibilidad, como las de 1930 con el tema de disponibilidad de reservas de oro, las del caso del rublo, del peso mexicano y del efecto tequila, o la crisis del austral con su efecto capturado por el tango, y luego la situación de insolvencia presentada por el corralito argentino, o la crisis del real en Brasil, en que siempre fallaba el tema del respaldo a la divisa. En cuanto al dólar, se dice que en el actual momento, solo se conoce parcialmente su origen –2008–, y que no se sabe, a ciencia cierta, cuál es la razón de esta nueva crisis, ya que no se conoce si su causa es monetaria o financiera, o si más bien proviene del efecto de la crisis económica producida en los Estados Unidos con el efecto sumado por los problemas del endeudamiento bancario en los países del sur de Europa. Lo cierto de todo, es que el efecto de esta *global financial crisis* ha sido crítico en materia de empleo y desaceleración del crecimiento económico, no solo en los Estados Unidos sino en todo el planeta.

El sector más afectado durante esta crisis financiera de 2008-2013, es el mercado de vivienda, debido al excesivo apalancamiento e irrealidad comercial de las hipotecas *sub-prime* que llegaron a valer en demasía en el momento de alta especulación y luego mucho menos, y como el activo que representaba las garantías reales que cubrían las deudas otorgadas sobre este colateral, tenía un valor digamos ficticio, la deuda que amparaban dichas hipotecas era sensiblemente mayor que su valor real, lo que significaba una imprudencia financiera, ya que una parte considerable de los préstamos bancarios estaban desprotegidos o descubiertos.

Fruto de este *impasse* financiero o *moral hazard* del sistema internacional se resintió mucho más cuando el dólar sufrió una pérdida en su respaldo por activos fijos, y en el grado de confianza que requería el público inversionista no cuadraba con el coeficiente de riesgo que mostraba el mercado de títulos valores, precipitando así una crisis mundial que afectó el nivel de precios de los alimentos, los *commodities* y los energéticos, cuyo precio se desestabilizó en el mercado global, dado su carácter de un bien esencial. El impacto de este desbalance entre el valor del dólar y el precio real de los bienes básicos, fue el de producir una crisis financiera global, que contrajo el mercado de los bienes de lujo, y llevó, con su distorsión, a la quiebra a los bancos hipotecarios más reputados, como sucedió con Lehman Brothers (uno de los más antiguos bancos de los Estados Unidos) y otras intermediarias financieras de dudosa reputación cubiertas con préstamos apalancados, las cuales invertían en activos muy improductivos y con precios inflados.

El conocido profesor Kenneth Rogoff de la Universidad de Harvard sostenía que la crisis de la moneda norteamericana podía alcanzar un nivel próximo al USD 1 trillón e inclusive llegar al techo de los USD 2 trillones. El peligro de tocar este techo, consistía en que produciría un alto impacto sobre el nivel de confianza del dólar, y se multiplicaría esta situación por el efecto contagio, que comprometería recursos del público ahorrador en el mundo por una cuantía diez veces superior. Randall D. Germain, sostiene que este género de efectos que son sistémicos, o sea que se transmiten a la economía-mundo, puede introducir un resultado depresivo de orden general, ya que lastima todo el sistema crediticio sin hacer muchas preguntas sobre los estados financieros. Los analistas nos recuerdan que en septiembre del 2011, la deuda total del gobierno estadounidense destinada para cubrir el costo del descalabro global, ascendía a la no despreciable cifra de USD 11,9 trillones, y equivalía a cerca del 32% del PIB.

La señal positiva respecto del estado de la economía norteamericana que se ha dado en los últimos meses, es que aún conserva una gran fortaleza por su especialización en sectores de gran competitividad. Esta fortaleza se refleja en:

- Su alto nivel de ingreso per cápita que asciende a 37.800 dólares.
- Que las decisiones de los individuos en materia de consumo y de inversión estimulan la actividad de un inmenso número de pequeñas empresas.
- Que el sector estatal es uno de los grandes compradores de los bienes y servicios que proveen estímulo y actividad al sector privado.
- Que la flexibilidad de sus empresas le otorga una enorme competitividad en el contexto internacional, permitiéndole invertir en mejoras de planta y en la introducción de nuevos productos que cubren un inmenso mercado nacional.
- Que el poderío de los Estados Unidos, se refleja en el competido mundo de los avances tecnológicos, en particular, en productos dinámicos como son las computadoras, nuevas medicinas, elementos para la industria aeroespacial, sofisticado equipo militar

y un sinnúmero de productos agropecuarios que llegan a través de canales de distribución a los más diversos nichos de mercado mundial.

Muchos analistas han sostenido que la competitividad de los Estados Unidos, ha sido inalcanzable desde la terminación de la Segunda Guerra Mundial. Dicen que esta brecha se viene reduciendo, en virtud de que naciones como China han hecho avances considerables en el campo del crecimiento de su economía, el cual se refleja en el auge de las exportaciones de manufacturas. También a otros hechos económicos como son el perfeccionamiento de los mecanismos de la unión política, económica y comercial de Europa, lo que ha hecho de este emergente mercado una zona donde impera una moneda única como es el euro, signo monetario que compite con el dólar como fuente de intercambio y reserva de valor global.

Sin embargo, conservar niveles de competitividad adecuados, ha significado para los Estados Unidos tener que segmentar su economía laboral. Por una parte, surge un sector con trabajadores altamente capacitados y con crecientes ingresos, con técnicas de trabajo muy profesionales, y un segmento de trabajadores más pobre y rezagado, conformado por una base cada vez más amplia y con bajos grados de calificación, con limitado acceso a los beneficios de la salud, y alejados de la protección otorgada por el gran negocio de la seguridad social. También un alto número de jóvenes sin empleo.

Un punto negativo de carácter estructural de la economía de los Estados Unidos, es que a pesar de su dinamismo, en algunos sectores se advierten todavía, signos de inequidad en la distribución del ingreso, lo que preocupa a muchas personas del común, ya que desde el año de 1975, un 20% de los hogares ricos son los que absorben las mejoras ganancias.

Ocurre que las fuentes optimistas que determinan el mejoramiento de la economía americana en el emergente año, provienen de los índices que muestran un ligero incremento del PIB, disminución de la tasa de inflación, recuperación gradual del empleo y confianza de los inversionistas.

d. El tema del déficit interno, 1971-2013

Un tema central que determina la estabilidad de la economía de los Estados Unidos es la financiación del déficit fiscal interno. Su presencia se hizo visible con la crisis de la convertibilidad de 1971, cuando se interrumpió la conversión del dólar por oro en virtud de la depreciación real de la divisa por efectos de la inflación mundial. Hoy esta tendencia de financiar el déficit mediante procesos diversos de emisión monetaria, todavía registra niveles altos, al pasar de USD 412,6 billones en el año fiscal del 2004, a representar en el 2011 en términos de porcentaje del PIB, más del 25% (Campbell, 2012).

El déficit fiscal, como problema de las finanzas públicas, se manifiesta en una carga que se transfiere a las generaciones futuras. Su naturaleza ha cambiado con la globaliza-

ción, ya que sus asimetrías interfieren en la credibilidad de la economía estadounidense y se transfiere a la banca central de los países amigos. Los títulos valores que dan cuenta por este valor de déficit, se evidencian en la cuenta de las reservas internacionales, registro que se devalúa con el avance de la depreciación monetaria, agudizando las tensiones entre bloques económicos, ya que países como China tienen un elevadísimo superávit en su cuenta corriente.

Un trabajo académico importante, preparado en el Brookings Institute por los autores William Gale y Peter Orszag, considera que este factor de desestabilización proveniente del déficit y estima que si se rebaja en un punto porcentual en el déficit corriente, el PIB puede crecer de un 0,5% a un 0,8 %. Luego, el desempeño de largo plazo de la economía consiste en controlar el déficit fiscal y evitar que no decaiga la tasa de inversión privada. El documento referido sugiere que de persistir la necesidad de seguir prestando recursos de ahorro de terceros países y depositarse el exceso de dólares en calidad de reservas en los bancos centrales en el exterior, como ha ocurrido con los bancos asiáticos, se llevaría al mundo a una situación de acumulación de reservas que pierden valor en el mercado financiero global. Equilibrar la inversión con declinantes niveles de ahorro, implicaría desequilibrar las tasas de interés y de cambio, con lo cual, puede disminuir en algunos puntos el ahorro nacional. Algunos tratadistas recomiendan aceptar el principio teórico expuesto por Milton Friedman de *leave monetary policy in "neutral", and macro-economic stabilization would be successfully achieved*. Sin embargo, con la crisis que comenzó en el año 2008, la bondad de estos teoremas puede ser útil para corregir el efecto de la crisis financiera global.

e. La depreciación del dólar

Aun cuando la economía norteamericana siempre muestra signos de fortaleza en virtud de su riqueza y capital acumulado, la tendencia al crecimiento solo parece definirse si se supera el efecto del deterioro de las finanzas globales y si se disminuye el costo de las guerras. El semanario *The Economist* del 4 de diciembre de 2004 en su artículo *The future of the dollar. The passing of the buck?* estableció que el dólar había perdido valor frente a las monedas duras del mundo. En el mes de octubre esta divisa perdió el 7% alcanzando el nivel más bajo frente al euro, lo que adiciona una caída del 35% desde el año de 2002. Frente al yen, ha sido el punto de mayor caída de los precios relativos durante los pasados cinco años. Ante una canasta de otras monedas, incluyendo el yuan chino, el deterioro de la divisa de Estados Unidos equivale a un 17%, lo que explica por qué en Colombia se habla de revaluación.

El tema no ha pasado desapercibido para el director del Banco de la Reserva Federal, agencia que informa sobre el peligro que entraña para los inversionistas extranjeros, orientar sus ahorros a la nación estadounidense frente al hecho de que existe una disminución de los retornos de su inversión en activos denominados en dólares. Con el advenimiento de

la crisis del 2008, la tendencia del Banco de la Reserva Federal es la de reducir a cero la tasa de interés, limitándose esta variable a representar el coto de la tasa interbancaria y, por ende, una caída en el retorno de las inversiones en títulos valores.

Esta circunstancia de la depreciación del dólar y la declinación de la tasa de interés, motiva a muchos banqueros a reconstituir sus portafolios de reservas internacionales, poniendo en venta sus activos financieros en dólares a cambio de la adquisición de otras divisas, cuya volatilidad puede ser menos dispersa o de signo contrario al medio de cambio. Esto quiere decir, en términos de la teoría del portafolio, una menor exposición al riesgo en la canasta de monedas y una prudente expectativa por mejores retornos. Con el advenimiento de la crisis del euro, esta divisa ha perdido atractivo para los inversionistas de portafolio afectando en general este tipo de inversiones.

Ante este persistente deterioro del tipo de cambio, se escucha mucho la pregunta de si el dólar al perder en elevado grado su estatus, como moneda de reserva depositada en los diversos bancos centrales del mundo, y frente al valor de la onza de oro que esta hubiera perdido en términos de valor un 80% en los años setenta y un 65% en la última década, es de esperar que con la emisión que representa financiar un déficit de USD 11,9 trillones el valor del dólar en el mundo continúe depreciándose, con lo cual, los portafolios y los ahorros privados continuarán perdiendo valor en el mundo.

Para los Estados Unidos la pretensión de conservar su divisa como un medio de cambio universal exige cumplir con condiciones todavía muy difíciles, como son:

- Competir con otras monedas, que aún son fuertes, como ocurre con el euro o el yen.
- Reconocer que el gobierno federal no puede decretar una devaluación para cubrir una parte del déficit fiscal.
- Admitir que la financiación del déficit fiscal con base en la ayuda de los bancos centrales de aliados estratégicos como Japón y otros países asiáticos, es un tema que tiene limitaciones políticas y económicas.
- Aceptar que recomprar parte de las divisas depositadas en los bancos centrales, aprovechando que la tasa de interés es reducida, implica que los países acreedores compren menos productos norteamericanos en el mercado.

En conclusión, mantener el binomio interno de sostener bajas tasas de interés y soportar el costo de un elevado déficit fiscal, es un elemento que afecta la adquisición de bienes manufacturados producidos en los Estados Unidos, así se hayan suscrito varios tratados de libre comercio.

Susan Strange afirma en su obra *Casino capitalism* (1977) que cuando los países asiáticos acumulan grandes niveles de reservas en dólares, lo hacen a sabiendas de que es un juego insostenible para la estabilidad futura del dólar, evento que en efecto ha ocurrido, ya que el costo de oportunidad de esta alternativa de largo plazo de dejar una reservas invertidas a un interés muy bajo es una idea ruinosa.

f. Resolver el problema del abismo fiscal

Para confirmar el postulado anterior, el autor Fareed Zakaria —quien exploró la naturaleza de los eventos que llevaron a los Estados Unidos a enfrentar el abismo fiscal del 2013— indaga sobre las causas de no haber tomado a tiempo ciertas medidas para evitar la caída del dólar. Críticos como él, veían con escepticismo la eventual recuperación de la economía norteamericana, después de ocurrida la crisis financiera del 2008, por el efecto fiscal que representa entrar a financiar la crisis con aportes de los *taxpayers* que pueden representar hasta USD 13,9 trillones. Por ello, el tema que más se discute en Washington, luego de aprobar la norma que permite elevar los impuestos y recortar el gasto público, implica un gran cambio, no solo en el escenario fiscal, si no en la política de la infraestructura, en la titulación de activos, en la prerrogativa o *entitlement* para financiar una mejora en la red de infraestructura, y en ampliar los servicios educativos a una parte de la población joven e inmigrante. Se dice que solo con estos pasos costosos se refinanciaría una deuda tan grande, y los Estados Unidos podrían alinearse con un “nuevo destino manifiesto”, frente al ritmo expansivo de la economía global.

Al respecto, Zakaria sostiene que para conjurar la crisis que hay reconocer que:

(...) la economía global continúa siendo muy dinámica en virtud de la participación de nuevos actores, y para recuperar su posición de preminencia debe adelantar caminos virtuosos a fin de tener éxito en virtud de que en el *medio global la competencia y el cambio tecnológico son factores muy dinámicos* (...) (2013: 22-23).

Por su parte, Norman Birnbaum (2013) sugiere que la política exterior —seguida por Obama— de persistir en la defensa de los derechos humanos, mantener el control armamentístico, respetar el derecho internacional, apoyar los acuerdos sobre el medioambiente y financiar el costo estratégico de “pacificar” a Irak y Afganistán, todavía implica un gran esfuerzo para el contribuyente estadounidense, pero que sus éxitos se recompensarán con sostener la democracia en el mundo. Respecto del futuro de América Latina, considera el referido autor que el hecho de reconocer a los distintos gobiernos elegidos en cada uno de los países, es el resultado de haber invertido en seguridad, y que algo similar ocurre con los resultados de la Primavera Árabe. Sin embargo, al minimizar el costo de incurrir en un nuevo compromiso, como es el de buscar la instauración de gobiernos verdaderamente democráticos en estos países, es algo que no ha sido bien evaluado por la comunidad internacional. Esto es, algunos países de América Latina han confabulado a favor de la permanencia por años de gobiernos populistas que han hecho inversiones ruinosas; han apoyado a los gobiernos de Egipto, Libia y Túnez, y respondido con cautela frente a las guerras civiles de Siria y Yemen, Estados orientados por intereses políticos y religiosos que distan de los verdaderos principios de la democracia y la participación de la sociedad civil.

Bernanke, quien empleó el término *fiscal cliff*, sugiere que de no adoptarse medidas concretas restrictivas, Estados Unidos podría caer en un precipicio que conduciría a una

recesión, y “vendría un abismo fiscal solo evitable mediante grandes recortes de gastos e incrementos de los impuestos”. La discusión ahora se centra en terminar con los privilegios fiscales aprobados con la Tax Relief Reconciliation Act del año 2001 y renovada en 2003 al finalizar su mandato George W. Bush, al proponer rebajas de impuestos. El nuevo problema como hemos visto, consiste en que Obama amplió sus efectos por dos años hasta el 2012, a través de la Budget Control Act, y si no se hubiera llegado a un acuerdo, los impuestos habrían subido a los niveles que tenían cuando William Clinton era presidente. Desde el año 2012, la situación del déficit se ha estacando en USD 1,2 trillones, y la deuda pública acumulada en USD 16,4 trillones, cifra que no tiene antecedentes históricos, pero que se puede corregir.

Campbell declara que los republicanos propusieron desde el momento de la campaña presidencial de 2012, reducir los impuestos, limitar el monto del gasto público y aminorar el nivel de la deuda como estrategia general para recuperar el ritmo de la economía de los Estados Unidos. Los demócratas sin embargo, consideraban que expandir el gasto público era la mejor fórmula para recobrar el ritmo de crecimiento. Desde la Segunda Guerra Mundial, crece el volumen de recaudos tributarios, este monto se situó en el 2000 en un tope del orden del 18% del PIB, y hoy llega al 30% del PIB, cifra que en Europa es del 37%. Durante el año 2009, en Estados Unidos, el índice referido declinó al nivel del 24% en tanto que en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) el citado nivel ascendió al 35% del PIB. El Servicio Tributario-IRS estima que el *top* 1% de las personas que tributan con una tasa del impuesto federal del 28% es una proporción inferior a la que tributaba en 1980, esto lleva a que los ingresos reales sean mayores en esta época que en las anteriores para estos grupos privilegiados. Desafortunadamente, dicha inequidad se atribuye a que los créditos tributarios asignados a un impuesto que tasa hoy una familia de cuatro personas, son en promedio 40% inferiores a los asignados en el año 1980 (2012).

La crítica que hace Campbell al modelo tributario, por el cual no se podrá cubrir con la celeridad esperada el abismo fiscal, es porque en la escala del impuesto al ingreso de renta, se beneficia todavía a los más ricos, que son quienes pagan menos impuestos directos. Aún no se implementa el impuesto al valor agregado-VAT, de tal manera que no sea tan regresivo con los pobres, quienes gastan todo en atender sus necesidades básicas. En Europa por ejemplo, los impuestos son progresivos y tienden a ser fuertemente redistributivos para las personas y las regiones.

Con el movimiento de ocupar Wall Street, se hizo evidente que quienes ganan más de USD 400.000 al año tributaban en 1970 el 28% y en 2007 solo el 23,5%. En Alemania el *top* 1% es el 11% de la población, en Japón el 9%, y en Holanda el 5%, siendo los grupos que en proporción pagan más impuestos. *The proportion earning less than 65% of the medium wage in the United States is twice as high as in France and Germany and five times as high as in Finland as in Sweden.*

D. El choque externo producido por la crisis del euro

Conforme lo expresa Barry Eichengreen (2011), en Irlanda, la crisis financiera se debió al efecto de la burbuja registrada en la actividad de la construcción, evento que debido al excesivo apalancamiento quebró varios bancos, obligando al gobierno a respaldar con sus propios recursos los activos de las instituciones financieras afectados por este fenómeno especulativo. Como medida de choque para superar el efecto del paro económico, se recomendó propender por una mayor regulación en el sistema financiero.

En Portugal, la crisis tuvo origen en la rigidez de sus estructuras productivas que acusaban pérdidas en su capacidad de producción, requiriéndose como medida de recuperación, disponer de estímulos innovadores para la producción y el crecimiento. Se decía también que el origen de la crisis en Grecia obedecía al efecto del fuerte déficit fiscal y a la ilegal manipulación de las cuentas públicas que subvaluaban su monto adeudado, situación injustificada que afloró precisamente en el momento en que se requería la introducción de fuertes medidas fiscales tendientes a equilibrar el déficit público, controlar el nivel de consumo de los griegos y promover la formación del ahorro⁶.

a. Pérdida de credibilidad en el mercado

La crisis financiera vivida en Europa en el año 2011 tuvo efectos sobre la credibilidad del mercado no solo del euro sino también del dólar. Sostiene Eichengreen, que esta circunstancia de la pérdida de confianza en la divisa, se atribuye al efecto del volumen de la deuda acumulada y de los pagos desatendidos en países sensibles al crédito para el funcionamiento de la economía, tal como se manifestó en los países con menor control monetario. Esta situación ha sido aguda en algunos países de la Comunidad Europea, en particular en Grecia, Portugal e Irlanda. Desde el año 2011 se observó una situación que relacionaba el monto de la deuda con el nivel de riesgo (*credit risk*), índice de la deuda que superó la relación de uno a uno respecto del valor del PIB anual. Este hecho es agudo en los países citados, pero también en naciones como Italia y España, que a pesar de tener economías relativamente grandes, el índice en mención toca niveles que preocupan a los inversionistas de capital. En términos de riesgo, este índice ha dejado de crecer, luego de

6 Eichengreen (2011) critica que desde que se adoptó la reforma del euro, se pensaba que el capital fluiría de los países con abundancia de recursos a los que tuvieran escasez del mismo. En la periferia se creía que abundaban los proyectos de inversión, con lo que mejoraban las condiciones para alcanzar a las regiones ricas. Otra característica del euro consistía en que los países que ingresaban a la unión monetaria, no podrían emplear la emisión como expediente para cubrir la deuda del gobierno, evitando la ocurrencia del crecido déficit, cuenta ausente de respaldo representado por activos fijos. La libertad del manejo económico, no se ha traducido en el cumplimiento de la hipótesis del crecimiento convergente en europeo, y los incrementos de la productividad no han ocurrido como se esperaba en las regiones periféricas. Las primeras manifestaciones de la crisis financiera, se tradujeron en la disipación de las oportunidades de inversión en los países menos desarrollados de la zona del Euro.

aplicar fuertes medidas en pos de la estabilidad de los mercados, y después de iniciarse la política del rescate financiero. En Irlanda los deudores preocupados por el nivel alcanzado por este índice de endeudamiento, impactaron en un grupo de acreedores en el exterior, quienes procedieron a retirar sus recursos de ahorro guardado en el sistema bancario, en un monto equivalente al 10% del PIB en dicho país. Por efecto del drenaje de recursos que se apreció primero en Irlanda, y luego en otros países del sur de la Eurozona, se acentuó la situación de peligrosa iliquidez en el mercado financiero, evento que restó credibilidad al mercado de títulos valores, y que luego, por efecto del contagio, se pronunció en Grecia y amenazó a países más grandes como España e Italia.

b. Países con mayor deuda

Bernanke y Blanchard (2013) y otros economistas analizaron las lecciones que dejó la crisis financiera del euro⁷ y advirtieron que los países más endeudados, tendrían que imponer como medida extrema en sus economías, una fuerte política de elevación del nivel de los tributos, debido a que se encontraban acorralados por el peligro de la insolvencia bancaria y no había cómo respaldarles más deuda garantizada, lo que condujo racionalizar el otorgamiento de créditos y limitar la actividad de los futuros inversionistas. Esta situación de estrechez crediticia, contrajo el sistema financiero en la zona del Euro, y ante la imposibilidad de emitir dinero por falta de respaldo proveniente del BCE, el modelo de Maastricht mostró sus limitaciones para lograr la unión económica y monetaria.

La reticencia impuesta por la imposibilidad de apoyarse en el “señoreaje” en la banca central de Europa y la iliquidez expresada por otras intermediarias financieras, hacían temer que se presentara una crisis del alcance universal, ante las corridas financieras ya mostradas en América Latina en otras épocas, como fue el caso de la “Década perdida” que afectó a México, Brasil y Argentina, y luego la crisis de pagos ocurrida en los países asiáticos (Eichengreen, 2011).

La inestabilidad política en Europa se agudizó durante los años de la crisis de la moneda, en virtud de que la caída del PIB, se tradujo en altos índices de desempleo, evento económico que llevó a varios países de la zona, a disminuir la tasa de inversión productiva y retrasar la velocidad de convergencia de las economías menores. El sentido de esta teoría del crecimiento convergente, consistía en reorientar recursos del ahorro hacia un esperado pero costoso proceso de innovación tecnológica, evento requerido como alternativa para recuperar y sostener el ritmo de crecimiento del PIB. Insistir en la convergencia era bastante difícil para la EU en virtud de que el Tratado de Lisboa

7 LSE: http://www.youtube.com/watch?v=yxDW6CL-Qvw&list=UUK08_B5SZwoEuk2hDPMOijQ

What should economists and policymakers learn from the financial crisis?. Publicado el 27 de marzo de 2013. *Speaker(s)*: Dr. Ben S Bernanke, Olivier Blanchard, professor Lawrence H. Summers, Axel A. Weber. *Chair*: professor Sir Mervyn King.

establece que los países son soberanos en materia fiscal, y los límites impuestos por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) van en dirección opuesta, ya que impone restricciones a las políticas tributarias. Así el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) se hubiera financiado con 440 billones de euros para atender propuestas de rescate financiero, su alcance federalista tiene todavía cortapisas institucionales para salirse del molde nacional (Wyplosz, 2011).

c. Escenario de la insolvencia

El peligro de incurrir en situaciones de insolvencia consistía en inducir a los países de la zona Euro, a ingresar en el club de los que cesasen sus pagos para honrar el servicio de la deuda. El desajuste del sistema crediticio, implicaba imponer medidas urgentes, inclinadas a reestructurar toda la deuda, requiriendo para ello la prolongación de los plazos para abonar la deuda, ampliar los periodos de gracia y ejercer una política monetaria tendiente a reducir los tipos de interés. Para lograr estos sencillos objetivos, se hacía necesario ir al territorio de la política pública de la emisión o celebración de nuevos empréstitos, ya que se necesitaba modificar la carta de principios de los organismos financieros, como son el FMI y el BCE.

La deuda externa como compromiso internacional, suele respaldarse a través de la emisión de bonos garantizados por los recursos fiscales en posesión del Tesoro Nacional. Cuando ocurren situaciones de pérdida de credibilidad en los mercados, frente a la debilidad del Tesoro, el elevado nivel de descuento de los instrumentos, revela el grado de incertidumbre que captura el sentimiento del mercado. Por ello, las finanzas de un país se resienten debido a la elevación que puede experimentar el costo del servicio de la deuda, o a la caída manifestada en el monto del descuento de los bonos públicos. El semanario inglés *The Economist* al referirse a estos temas que engendra una situación de incertidumbre para honrar la deuda, y que lo destaca en el artículo *Fighting for its life; the eurozone crisis* (17 de septiembre de 2011) explica el efecto del costo que representa recuperar la estabilidad financiera en el corto plazo, en particular cuando surgen inconvenientes como los indicados. La revista sugiere que uno de los temas más preocupantes derivados de la crisis de la Eurozona, es el creciente peligro de pasar de una situación de iliquidez o *default* por parte de los bancos, a una de insolvencia atribuida a la quiebra del Tesoro Nacional, cuando de honrar el servicio de la deuda se trata⁸.

8 Por *default* de la deuda soberana, se entiende el fracaso o incapacidad para atender el servicio de la deuda por parte del gobierno de un Estado soberano. Esta situación de iliquidez puede estar acompañada por una declaración formal de la administración en la cual anuncia que no respetará la obligación de efectuar el pago de la misma, y como se dijo, se refiere también al pago de intereses o de cuotas de capital. Pagar solo una parte de la deuda equivale a una cesación de pagos, acto que es unilateral y que proviene en el fondo de la insolvencia de la economía, ya que tiene comprometido todos los activos al estar inclusive superados por los pasivos. Un recurso socorrido para liquidar la deuda consiste en

Para profundizar sobre lo dicho por parte de los analistas, en de *The Economist*, estos explican que un primer síntoma que revela el inquietante efecto de la crisis del euro y su profundidad, evidenciado por el mundo entre los años 2010 y 2013, proviene del hecho de que las tasas de interés interbancarias comenzaron a elevarse de manera desmedida, lo que presagiaba una situación de incertidumbre entre muchos de los bancos privados de la zona Euro. Un escenario de tasas de redescuento elevadas entre los bancos, sugería la difusión de una señal que presagiaba el efecto de un clima de desconfianza, el cual se evidenciaría ante la caída del precio de las acciones de los bancos, y el suceso adicional de una crisis del sistema de pagos. Sostenía al respecto *The Economist*, que cuando en París el valor de la acción del BNP-Paribas cayó el 12% en un solo día (13 de septiembre de 2011), se hacía visible el signo inequívoco de que los bancos privados, advertían la presencia del enorme riesgo que era incurrir en una refinanciación de la deuda para poner a flote un banco afectado por la fuerte caída del precio de su acción. Lo que ocurrió luego de la pérdida del valor de la acción, fue la inmediata caída del precio de otra acción bancaria, como fue el caso del Banco de la Société Générale, situación que se sigue presentando en Francia y otros países de la Eurozona. Una respuesta nacional a este tipo de situación, consiste en que los bancos busquen la recapitalización para salir de la trampa de las grandes pérdidas; los países adopten planes de previsión confiables, y se busquen instrumentos regulatorios para proteger a los depositantes de los bancos (Wyplosz, 2011).

d. Entidades reguladoras

Para las entidades reguladoras del orden comunitario, como es el BCE, lo ocurrido en el año 2011 de administrar los excesos de liquidez de los bancos ricos del norte de Europa, reorientando créditos a los bancos de los países periféricos de la región, no era otra cosa que poner en un nivel innecesario de exposición y riesgo a la banca de los países ricos, ante el hecho de que países del sur gastaban sin tasa y medida y eran renuentes a honrar sus deudas. La incertidumbre y la desconfianza que surgió de esta mala práctica, que tiene que ver con soslayar los principios de la “prudencia financiera” significaban nada menos que obligar a muchos bancos a tener que reestructurar su deuda de corto plazo, y buscar estrategias políticas para permitirse el acceso a flujos financieros de más largo plazo. Este hecho lo comentó *The Economist* el 17 de septiembre de 2011, al referirse a que los 38 bancos más grandes de Europa, requerían un aporte de capital del orden de USD 41 billones, para cubrir sus vencimientos ante el inminente peligro de iliquidez. Atender esta situación de exposición al riesgo, implicó para países como Grecia, Irlanda y Portugal, comprometer su soberanía económica con un plan de rescate cuyo valor ascendía a USD 126 billones. Sufragar las deudas de difícil cobro implicaba castigar cartera vencida por un monto superior a USD 200 billones. Esta situación de estrechez crediticia hizo pensar

permitir que la inflación erosione parte del valor del pago del principal de la deuda, alternativa que tiene un alto costo social.

a algunos bancos en el imperativo de emitir acciones con el objeto de mejorar el índice de solvencia en el sistema.

La diferencia de la actual crisis, comparada con la ocurrida en el 2008 en los Estados Unidos, cuando los gobiernos le proporcionaron recursos de capital a los bancos privados, consiste en que en esa época la situación de la deuda soberana era mejor que la actual⁹. Para salvar la Eurozona del efecto contagio, que se reveló con base en la imprudencia financiera de los bancos de Irlanda e Islandia y los del sur de Europa, cuyas economías enfrentadas a operaciones fraudulentas, quedaron debilitadas por el exceso de créditos descubiertos, y a la postre refinanciados por el gigantesco paquete de rescate de 750 mil millones de euros conseguidos por los bancos ricos de Alemania y Francia, el FMI y varias agencias europeas que se reunieron alrededor del PEC y el FEEF creado con 440 mil millones de euros según confirman los autores Klau, Godement y Torreblanca (2011) y Wyplosz (2011).

A septiembre de 2011, el costo del rescate de Grecia valía más de 8 billones de euros, y cubrir esta necesidad mediante la elevación del nivel de impuestos demandaba conseguir recursos recaudables por un valor de 2 billones de euros, monto elevado en virtud de que el valor del PIB del referido país resultó ser menor que el estimado por distintos analistas internacionales o agencias como el FMI, sosteniendo que el valor real de la deuda, es en todo caso, más alto de lo que reclama la capacidad de solvencia para una país como Grecia, sometido a condiciones económicas como las descritas (Vargas, 2012).

e. Obligaciones descubiertas

En la actual crisis del euro, la inesperada elevación de las obligaciones descubiertas en Irlanda, Grecia, Portugal, España e Italia, ha obligado a las autoridades a tener que pensar en adoptar medidas fuertes con efecto de más largo plazo y de carácter estructural, ya que como se verá más adelante, el crédito aportado por la Unión Europea y el FMI en el año 2011, solo tuvo efectos para ayudar a los bancos pequeños (pero con mayor posibilidad de recuperación), a salir del problema, a decir por firmas calificadoras serias como la de Standard & Poor's. Lo que quedaba claro de estos análisis es que cubrir una crisis generalizada requiere recursos de mucha envergadura para hablar de financiar la recuperación de toda Europa¹⁰. El peligro con entrar en un ambiente enfermo donde se difunda el efecto contagio, es tener que proponer modificaciones de fondo en la economía donde opera la zona Euro, siendo un ejemplo el de instaurar un mecanismo como el FEEF o la European Stability Mechanism (ESM) de alcance regional.

9 Deuda soberana es la situación en que los bancos no pueden pagar en la fecha del compromiso los intereses y el abono a capital de la deuda con terceros.

10 Q&A: Greek debt crisis. 27 July 2011. <http://www.bbc.co.uk/news/business-13798000>.

Al respecto, Nicholas Stern sugería que la estrategia adecuada para conjurar el efecto de las crisis consistiría en que:

Aiming to induce national leaders to fundamentally reform the eurozones's institutions and structurally overhaul their economies, needs a Central Bank that cannot directly compel democratically elected leaders to comply with its wishes, and certainly it can refuse to bail their countries out and thereby permit the crisis to pressure them to act against such commitment (2012: 19).

En la revista *Foreign Affairs*, el autor Sebastian Mallaby, en el artículo titulado *Europe's optimal catastrophe* hace una evaluación sobre la crisis del sistema de Banca Central y dice que la aqueja una fuerte crisis que algunos consideran puede ser su fin (Mallaby, 2012). Para otros estudiosos, esto es una imposibilidad por los problemas que traería, convirtiendo a algunas naciones como Grecia en un probable erial. El problema político de la Eurozona proviene de la circunstancia de que Alemania ha seguido una política monetaria que es restrictiva y caracterizada por la prevalencia de unas tasas de interés altas, hecho económico que pone en peligro el desempeño de las economías más pequeñas de la Unión Monetaria, en virtud de que tienen que tomar préstamos de contingencia con dicho país. Escritores reconocidos como Fred Bergsten (2012) consideran que la política monetaria europea ha sido insuficiente para enfrentar una crisis del euro. Sostienen que el origen de la crisis no es monetaria si no fiscal, situación que afecta mucho a países como Grecia e Irlanda que superaron el nivel de gasto por encima de la capacidad para entender el servicio de la deuda. La crisis también tiene un componente de competitividad, gracias a que el comercio exterior no responde a situaciones de devaluación de las monedas. Este suceso se revela en el desequilibrio de la cuenta corriente de la balanza de pagos, caracterizada por un colosal déficit comercial, afectando con el servicio de la deuda, la estabilidad bancaria lastimada por una fuerte iliquidez.

Bergsten (2012) y otros analistas estiman que existe un componente estructural en la situación de la crisis de la zona del Euro, ya que la Unión Monetaria y Económica quedó incompleta al lanzarse en los años noventa, cuando aún no contaba con el respaldo de las estructuras fiscales, deficiencia que dejaba en desequilibrio la unión económica, ya que faltaba una palanca para controlar y coordinar la política económica.

f. Futuro político del euro

Con la crisis que aqueja a la Unión Monetaria, una de las preguntas que se hace la comunidad es qué pasará con la Eurozona. Habermas, en el artículo "Hoy más que nunca, Europa es un proyecto constitucional", aprecia la conveniencia de un Estado jurídico cosmopolita. Esto es, que la comunidad para poder construir una sociedad constituida políticamente necesita extender el debate de la Unión Europea y del ámbito de la crisis bancaria, monetaria y de la deuda, hasta la dimensión política del proceso de la unión. Propuso en su escrito ir más allá de lo económico para construir unas instancias que vincularan las

competencias geopolíticas, de tal manera que se pudiera armonizar las economías nacionales con el todo de la unión económica. Subsanan el “error básico de una unión monetaria demanda construir las capacidades políticas de regulación pero para todo el ámbito europeo”. Esta falla institucional, impedía evitar el efecto de repetir fórmulas económicas carentes de un verdadero compromiso jurídico. La falta de un *embedded capitalism* llevó a los miembros de la OCDE a no poder actuar en conjunto ante la falta de un instrumento general capaz de reiniciar un proceso de largo plazo orientado hacia el crecimiento económico. En Europa como en muchos países capitalistas, la política del tipo de cambio libre, contribuyó a mitigar la inflación en una primera fase, pero gradualmente esta ausencia se tradujo en producir condiciones de alto costo político y social al no disponerse de mecanismos para absorber situaciones de desempleo y de volatilidad del ingreso familiar.

El referido autor sostiene además, que de entrar en un mundo donde la norma sea desborda la economía mediante políticas de excesiva financiación de deuda pública, conduce a que la crisis financiera se vuelva recurrente, con lo que se aleja a los prestamistas privados de modernizar las economías ante el riesgo que representa un gobierno que no puede honrar la deuda pública. Se dice que es importante garantizar “el cubrimiento de la deuda de largo plazo y generar confianza para el Estado Social de Derecho”.

Habermas propone avanzar en la búsqueda de nuevas estrategias dirigidas a llevar al parlamento europeo las grandes decisiones, relacionadas con el bien general, asociadas con el medio de la política fiscal, y así lograr una política financiera que atienda las exigencias de la economía real mediante una óptima asignación del ahorro entre factores. Al no poder responder institucionalmente a las exigencias de la competitividad señalada por Habermas, la región pierde oportunidades adicionales en el mercado mundial, lo que no hace más que prolongar la posición de incompetencia en el mercado global. La ausencia de institucionalización en materia de “transferencia de competencias desde el ámbito nacional al internacional acentúa la incapacidad de la región para adelantar acciones públicas a escala mundial” (Habermas, 2012: 24)¹¹.

Fred Bergsten (2013) en un artículo publicado en varias revistas prestigiosas como *Foreign Affairs* y *Política Exterior* de España, titulado “¿Por qué el euro sobrevivirá?” sugiere que la crisis de la Eurozona se asocia con varias corrientes políticas que se mueven en contravía de las exigencias de los tiempos, y argumenta allí que una de ellas es el impropio manejo fiscal al que recurren los países más débiles, con lo cual, lo que hacen es extender la crisis regional al ámbito global y a la región. Estos países pequeños son Grecia e Irlanda, que con su crisis de competitividad, pronuncian el déficit comercial y van por el sendero de la crisis bancaria. De acuerdo con Bergsten, una situación política que conduzca a la moratoria en el pago de la deuda, conlleva a que se manifieste un debilitamiento del euro, así su eventual colapso sea tan solo una exageración. Es por

11 Habermas acuña la idea del “federalismo ejecutivo”, pensando en superar el miedo que produce en el corto plazo la integración europea vs. los beneficios atribuibles al significado histórico del proyecto europeo.

ello que la respuesta ofrecida por los países miembros a esta grave situación ha sido la de proponer primero unas medidas de rescate apoyadas por grandes empréstitos, a cambio de que se avance hacia la unión bancaria y fiscal. Se cree que a través de un nuevo diseño institucional, se puede compactar el efecto institucional de lograr una unión monetaria basada en el euro y en el concurso del BCE, con propuestas estructurales definitivas que apoyen la celebración de la unión fiscal y monetaria.

Roger C. Altman (2013) en *The fall and rise of the west* pone en perspectiva la crisis financiera y la recesión que afecta a occidente luego de la devastadora situación del dólar y su coincidente fractura del mercado del euro. La crisis financiera en los Estados Unidos se anticipó tres años a la europea, pero las consecuencias han sido devastadoras en ambos casos, poniendo en peligro la estabilidad financiera y económica mundial. Algunos estimativos hacen prever que sus consecuencias pueden durar más de un quinquenio, lastimando a sectores como el financiero y al sistema bancario y debilitando la estructura de la industria; perjudicando con ello el nivel de empleo, el cual alcanza techos impensables de más del 25% en países como España y Grecia. El problema que emerge con la crisis financiera en dos grandes bloques mundiales de poder, es que los efectos de la crisis en el mercado de capitales es del orden global, en virtud de que los cambios en esta estructura lesionan las normas de desenvolvimiento normal de los procesos políticos. Lo que el mundo espera es el momento en que los referidos centros se conviertan de nuevo en las locomotoras de la economía mundial. Los países industrializados son los más afectados con las crisis financieras porque se destruyen puestos de trabajo que no vuelven a crearse de nuevo, con su consecuente costo social. La recuperación en Estados Unidos comenzó lentamente su proceso, pero en Europa la crisis financiera tuvo el efecto de una implosión, afectando el nivel de empleo, exigiendo medidas de austeridad y comprometiendo el crédito del gobierno en algunas naciones. El golpe más duro se reflejó en las condiciones de la deuda soberana y en la crisis bancaria colocando en peligro la Eurozona¹². Economistas como Rogoff consideran que el efecto de las crisis financieras es más fuerte que el de las recesiones impulsadas por el ciclo de los negocios. En la experiencia de las crisis de Asia, se adoptaron decisiones para fortalecer al sector financiero, se flexibilizó el mercado financiero; en México se aprovechó el plan de rescate ofrecido por el presidente Clinton; y en América Latina se reestructuró el pago de la deuda, hubo créditos condicionados y se limitaron los préstamos e importaciones innecesarias. El problema con la situación en Europa a decir por Wyploz (2011) es que el modelo de Maastricht descentraliza la disciplina fiscal al trasladar la responsabilidad a cada uno de los 22 países, y para los de la zona Euro, hace falta una disciplina fiscal centralizada, como puede ser una norma de equilibrio presupuestario que establece un límite a este indicador como en Alemania, que es de 0,75 del PIB, ya que la “reestructuración de la deuda es un asunto que concierne a todos” (Wyploz, 2011: 100-101).

12 Deuda soberana es la situación en que los bancos no pueden pagar en la fecha del compromiso los intereses y el abono a capital de la deuda con terceros.

En Estados Unidos, lo primero que se hizo fue ordenar el mercado de la vivienda y parar la especulación en el mercado *subprime* de esta. Se hizo más eficiente el sector bancario, que apoyó la reconversión industrial, y para alejar al país del abismo fiscal, se propuso disminuir el déficit público y resolver el problema de la deuda, según Altman (2013).

El *boom* de la vivienda hizo que entre 2000 y 2004 se construyeran cerca de 1,4 millones de unidades, monto que se redujo a solo 500 unidades al año después del 2008, y el total de recursos del ahorro familiar destinados a vivienda pasó del 4% al 2,5% a partir del último año. El costo de esta situación se derivó de la incapacidad de pagar las hipotecas de millones de usuarios del crédito. La reestructuración financiera para este sector significó:

- Mejorar la estructura del descuento (*underwriting*) de las hipotecas.
- Hacer transparente el mercado de la titularización de activos.
- Sanear el mercado de hipotecas y refinanciar el precio de las viviendas ajustándolas al nuevo valor patrimonial (*healthier home-equity financing*).

Altman encuentra una recuperación del sector inmobiliario en Estados Unidos, situación que atribuye a que la ventanilla del crédito hipotecario sea reabierto, y a que los programas de remodelación de las viviendas pueden llegar a generar hasta cuatro millones de empleos en los próximos años. Aprecia el autor cómo en otros sectores productivos como el de los hidrocarburos, las nuevas técnicas de explotación, como son la fracturación sísmica y la explotación horizontal de mantos petrolíferos, permiten explorar nuevos depósitos. La producción de gas aumentó el 25% y la de petróleo, hidrocarburos líquidos y bioenergética, ha crecido 7%, lo que conduce a que la producción se haya elevado en los Estados Unidos a 10,9 millones de barriles diarios. Su efecto se verá en cerca de tres millones de puestos de trabajo en esta fase de recuperación. Estados Unidos y Europa, donde el sector bancario fue el más perjudicado por la crisis, experimentan una recuperación luego de que este sector se reestructurara en el 2008, así los grandes bancos incrementaron su relación capital pasivo de acuerdo con el marco regulatorio de Basilea III. Los medianos se han desprendido de los activos con obstáculos como son las acciones respaldadas por activos tóxicos. Han recuperado su función que consiste en prestar dinero a los cuentahabientes y consumidores alcanzando los USD 1,45 trillones. El sector manufacturero se ha vuelto más eficiente elevando su tasa de innovación reduciendo los costos de producción en más del 11%. En tres años se ha llevado en más de medio millón las plazas de empleo en el sector de las manufacturas. En la industria del automóvil los salarios de las tres grandes productoras son similares al de las grandes fábricas extranjeras (2013).

Altman (2013) es menos optimista frente a la recuperación en Europa. Primero porque fue muy hondo el efecto de la crisis soberana de 2008 y bancaria de 2011. Segundo, porque las medidas impuestas a Europa son más difíciles de cumplir, ya que la Eurozona

está compuesta por 27 países, varios de ellos vinculados al euro. La más complicada y problemática de las decisiones consiste en adoptar un instrumento fiscal unificado, seguida por la reforma bancaria. El tema de recuperar la competitividad de las exportaciones es un aspecto generalmente aceptado para alcanzar la recuperación de la Eurozona. Históricamente Suecia marcó la pauta de la crisis del “Estado Bienestar” en 1992, cuando la deuda pública representaba el 80% del PIB, y tuvo que subir los impuestos para pagar la deuda, desregular las tarifas eléctricas y de las telecomunicaciones, y rebajar los costos de las pensiones y el seguro de desempleo. Además, la autoridad fiscal centralizada debe aprobar y controlar los presupuestos y el nivel de la deuda de cada país y tendrá el poder de rechazar el proyecto escarmentando el mercado. Tercero, se acogió la idea de que el BCE, supervise los bancos más grandes de la región, de una manera moderna, transparente e independiente. Hay esfuerzos evidentes en los bancos españoles para participar del Programa de Alivio de Activos con Problemas, el Fondo de Rescate de la Unión Europea, y el Mecanismo de Estabilización Europeo. Cuarto, varios países de la Unión Europea están comprometidos con mejorar la productividad de sus empresas. Se dice que los países del sur deben hacer mejoras sustanciales en este propósito. Con la ayuda de las devaluaciones internas han podido mejorar la competitividad rebajando los costos salariales ante la imposibilidad de devaluar sus monedas. La política de retiros forzados y jubilaciones se suma con esfuerzos en materia de innovación tecnológica, situación que puso a Irlanda de nuevo en una posición de nación eficiente en Europa. Quinto, países como Italia, Portugal y España han recuperado competitividad frente a los más desarrollados de Europa, equilibrando el déficit de cuenta corriente. De los 17 países de la Eurozona, el déficit colectivo bajó del 6,2% del PIB en 2010 al 4,1% en 2011 (Altman, 2013).

Ocurrió que con el estallido de la crisis, una vez más se reveló el efecto de la ausencia de estas instituciones correctivas, y se evidenció la necesidad de integrar a la Unión Monetaria, la Unión Económica. El problema con la Unión Económica y Monetaria es que suponía que una decisión seguiría a la otra, es decir, que el euro y la Banca Central significaban la alianza monetaria y que por arte de magia sobrevendría la unión económica. Esta última, se asociaba con la “unión fiscal”, seguida y acompañada por una agencia de coordinación de las políticas estructurales. La crisis puso en evidencia la falta de herramientas para el diseño de políticas públicas. El dilema que surge en el nuevo frente, es moneda o economía, y lo cierto es que el rescate financiero es apenas una parte de las estrategias para entender el problema del paro estructural de la economía en la Eurozona. Por lo pronto dice Bergsten, que Alemania y el BCE han hecho esfuerzos ingentes para evitar el desastre de la Eurozona. En el error en que no pueden incurrir estas dos entidades es en cubrir un “riesgo moral supremo al disponerse a cubrir un plan de rescate ilimitado” (Bergsten, 2013: 116) ya que le quitaría la presión a los parlamentos de adoptar medidas políticas de ajuste.

La dificultad del sistema no lo podía resolver solo el BCE, situación que se hizo visible en razón de que el sistema monetario representado por el sistema de “tasas de interés

y niveles de encajes bancarios como restricción a la expansión secundaria del dinero” no contaba con un buen agenciamiento para alcanzar la estabilidad del aparato financiero, afectado por el beneficio de “líneas de crédito, intermediarias financieras y expansión ilimitada del mercado de capitales”, en particular porque el acceso a las líneas de crédito eran fáciles por fuera del sistema financiero de la Eurozona, y porque el mercado en virtud de las especulaciones evidenciadas se tornaba extremadamente volátil. La política macroeconómica seguida en la Eurozona carecía de instrumentos independientes para orientar a las instituciones especializadas a fortalecer la economía real y retornar por el cauce del crecimiento sostenido. El problema reconocido de falta de estabilidad de los mercados, era que tarde o temprano tendrían que buscarse actores que contribuyeran a rescatar el valor del euro, y que tuvieran respaldo suficiente para cubrir el costo financiero atribuido al déficit incurrido en cada país donde el euro era la moneda en curso.

g. Conjurar la crisis de España y Grecia

Conjurar una crisis financiera a la luz de los mandatos del FMI exige ciertos compromisos al estilo del Consenso de Washington que costaron a América Latina, la pérdida de una década de desarrollo, como sostiene una amplia corriente de la literatura. Estos compromisos son:

- Devaluar la moneda para preservar el *purchasing power parity*.
- Reducir el déficit público por debajo del 10% anual.
- Acortar la relación deuda pública/PIB acumulado por debajo del 100%.
- Disminuir el déficit consolidado déficit/PIB por debajo del 60%.
- Liberar las tasas de interés para obtener niveles reales positivos.
- Limitar el endeudamiento externo.
- Equilibrar la balanza de pagos y comercial.
- Ajustar el nivel de impuestos a estándares internacionales, evitar la evasión tributaria e incrementar la progresividad de las tarifas.

La ortodoxia en materia de manejo libre de los mercados, proponía poner en línea el tipo de cambio frente al valor de la moneda nacional, y los más conservadores pretendían mayores exportaciones de productos más baratos y menores costos de mano de obra. Otras visiones que se ajustan más a la perspectiva de una crisis profunda, plantearon un recorte de los salarios y las pensiones y un incremento de las tasas impositivas. En medio de esta discusión, los casos críticos de España y Grecia se debatieron en otra forma más austera para resolver el problema de la deuda soberana, y las circunstancias especulativas que llevaron al registro de situaciones de *moral hazard* a condiciones especulativas en las que Europa y otros mercados se convirtieron en un casino financiero.

España, ajustó el nivel de riesgo de sus bonos públicos al esquema del mercado hipotecario alemán de activo de “riesgo país” con costo cero, lo que se tradujo en acceso a líneas de crédito muy baratas para un amplio público nacional. Segunda vivienda, crédito de consumo e inversión en tierras, fue el cambio en el menú de aceitunas, gambas y vino. Esconder la realidad de la Europa del norte industrializada y rica y la del sur alegre e improductiva y con “riesgo país cero”, era una versión del realismo mágico, pues la crisis de Grecia de 2010 caracterizada por una deuda pública alta, incluyó el efecto contagio que perjudicó a España, y puso en peligro a Italia y Francia, con otro tipo de deuda estructural sin honrar en la región. La medicina de siempre aplicada por el FMI, consistía en imponer una política monetaria de crédito restringido, que para España fue a partir del año 2011, y se puso en vigor un decreto del BCE, cuyo efecto consistía en que la condición para intentar salir de la crisis, era reducir el déficit público, medida no exenta del costo social de mantener un nivel de desempleo. Los préstamos otorgados por el BCE a España se caracterizaron por reducir el tipo de interés, medida que a la postre tenía un alto precio para los bancos más endeudados. La especulación había llevado a una gran avalancha de inversiones concentrada en bienes no transables, como eran los edificios de lujo, oficinas y apartamentos, al final invendibles Comín (2012).

La situación difícil de España de caer en la zona peligrosa de la insolvencia o *default* (como le ocurrió a Argentina), constituye una razón poderosa que aleja a los países prestamistas del sistema crediticio nacional, y degenera en una ampliación del *spread* de las comisiones y tasas de interés bancario que se le cobra al país, con lo cual, se encarece el crédito y se dificulta la inversión, y se hace también menos productiva. El *spread* tan alto de los bonos públicos de España en comparación con el de países como Alemania, a decir de Comín (2012), proviene del hecho de que el clima de la recesión gravita sobre la inminente necesidad de recapitalizar los bancos locales, iniciativa que está rezagada frente a la actitud seguida en otros países con menos dificultades. La sombra de la crisis de la Eurozona no ha desaparecido en países como España, ya que es posible conseguir más recursos para financiar el abismo fiscal. Sin embargo, el problema de fondo radica en que esta iniciativa se hace con cargo al hueco de la deuda, lo que hace que el déficit fiscal permanezca en un punto aún más alto, y si se incrementa todavía más la relación deuda/PIB, subsistirá el alto nivel de desempleo. Así que a menos que se logre elevar de manera significativa el nivel de competitividad y se regrese al sendero del crecimiento, la economía española no podrá recuperarse de la crisis como en efecto ha ocurrido con los procesos de Grecia, Portugal e Irlanda, donde la política de austeridad, lo que ha logrado es ahondar más la crisis. De continuar así se corre el riesgo de tener que acudir al rescate o *bailout* por parte de la Comisión Europea, el BCE y el FMI (Comín, 2012). Lo grave de las medidas de austeridad es que intensifican el efecto de las recesiones y pueden llevar a los países a quedar atrapados por la trampa de la deuda.

Autores como García y Garicano (2011) proponen para la recuperación de España, conseguir un crecimiento sostenido basado en un ciclo de productividad, competitiv-

dad y capacidad para competir con la demanda externa. Plantean apoyarse en el motor del turismo y en aquellos bienes exportables destinados a promover la diferenciación por producto, la innovación tecnológica y la competitividad fundada en la disminución de costos. El mercado laboral debe insistir en formar capital humano con orientación internacional, y apoyar inversiones en actividades que promuevan más valor agregado.

Grecia recibió durante su cuarta revisión de la deuda por parte del Comité Ejecutivo del FMI –dado que el apoyo crediticio por la ventanilla del *stand by* era equivalente a 17,4 billones de euros desembolsables en tres años–, un primer desembolso situado en el equivalente a 3,2 billones de euros. El valor total del paquete de ayuda para los países afectados por la crisis de la Eurozona, representa 110 billones de euros desembolsables en tres años y fueron un aporte de los miembros de la Eurozona, lo que equivale a 2.400 veces la cuota aportada al FMI por Grecia solamente. Con dicha magnitud de empréstito programado y condicionado, el solo programa de ajuste griego, incluye un componente fiscal que se supone complementa las exigencias de la economía real para obtener aumentos en la productividad, que contribuyan a elevar la tasa de crecimiento económico en dicho país. En cuanto al déficit público, el FMI programó una propuesta para que este estuviera por debajo del 3% del PIB para el año 2014. Las medidas estructurales que comprenden la reducción en la evasión de impuestos: cerrar empresas ineficientes y avanzar en la política de privatizaciones de empresas públicas, reducirá el desempleo estructural en dicho país. La venta de empresas estatales puede superar en el año 2015 los 50 millones de euros, para lo cual se estableció una agencia independiente para la privatización de empresas estatales. Desde el punto de vista financiero, la más apremiante necesidad consiste en mantener la liquidez proporcionada por el BCE al sistema crediticio, y apoyar el avance de una agencia independiente que coordine el proceso de privatización de empresas estatales. Un problema de fondo que emerge de este proyecto de rescate financiero de la afectada economía griega, es la falta de un sistema judicial que penalice eficazmente la evasión tributaria.

Para Lagarde, directora gerente del FMI: *Greece's debt sustainability hinges critically on timely and vigorous implementation of the adjustment program, with no margin for slippage, and continued support from European partners and private sector involvement.*

La autora Vivien A. Schmidt en el documento titulado *The European Union's Eurozone crisis and what (not) to do about It*, analiza el alcance de las medidas adoptadas en mayo de 2010 para conjurar la crisis del euro, como fue el préstamo de 110 billones de euros, destinado a evitar el contagio de la deuda soberana de Grecia, y que dicho efecto se difundiera en los cinco países débiles del sur de Europa. Correspondió al BCE proceder a comprar bonos públicos de deuda, y a ayudar con ello a estabilizar los mercados, luego de aprobarse el gran Fondo de Rescate por 750 billones de euros. Eurostat, por su parte, revisó los presupuestos de los países para diagnosticar la naturaleza del déficit y explicar por qué razón estaban inflados estos instrumentos contables, y así proceder a planificar la reducción del déficit y cubrir la deuda pública. Esta autora pone a prueba el costo político

de la integración, en una época de alta restricción en el gasto con elevado desempleo, y propone alternativas para profundizar la integración, vinculando nuevos países. Esto ocurrió en el mismo momento en que en la Unión se habla de nacionalismo y crecimiento hacia adentro. El problema con el tema de la deuda, es que es difícil tratarlo de manera universal, en virtud de que la dispersión de este indicador es grande entre países, sin importar mucho su tamaño o ubicación regional. Por ejemplo, Grecia tenía en el año 2009 un nivel del déficit de 13,6% sobre el PIB y de deuda del 115,1%. En cambio, Italia tenía una deuda sobre el PIB del 118% en el 2010. En ese momento, la dificultad con el significado macroeconómico del monto de la deuda soberana —es decir, cuando los bancos no pudieron pagar en la fecha del compromiso los intereses y el abono a capital de la deuda con terceros—, se dio cuando agencias como el FMI y el Fondo de la Unión Monetaria Europea, no lanzaron oportunamente el salvavidas crediticio para evitar la caída de la actividad económica general (Schmidt, 2010). También se criticó el hecho que no se hubiera emitido a tiempo un plan de rescate para favorecer a Europa Oriental, cuando el ministro húngaro ya había dicho que estaba en contra de una cortina de hierro económica.

Conclusiones

Factores emergentes que explican la actual crisis en el mercado mundial

1. El problema del dólar y el euro dejó de ser monetario y se volvió financiero (ver varios números del *The Economist* 2011 y 2012).
2. Se manifestó dicho cambio en virtud de que el orden monetario que se limitó a emitir dólares o euros en los mercados locales, se hizo en determinado momento sin suficiente respaldo en oro o en otras monedas de reserva internacional, y sin contar con una partida fiscal similar a la emisión de dinero. Frente a la evidente pobreza fiscal para respaldar dichas operaciones, la crisis mundial dependía del paso del tiempo, ya que estas monedas eran factor de cambio internacional y depósito de valor.
 - a. Esta situación de incertidumbre económica, sobrepasó la correlación de las fuerzas del poderío mundial de la nación dominante, lesionada por el excesivo nivel de la liquidez internacional, desatando una pérdida en el valor del dólar, y llevando con ello a los países que registraban una fuerte acumulación de reservas monetarias, como en el caso de China, a deshacerse de parte de sus reservas y volverse más prudentes en materia de otorgamiento de créditos.

- b. Por problemas de largueza crediticia y obligación en el exterior, comprometió de manera irresponsable el nivel de la deuda pública de los Estados Unidos y de varios países europeos.
 - c. El riesgo y la liquidez amparados en activos con insuficiente respaldo monetario, generaron desorden en el mercado de dinero, afectando el flujo de las corrientes de crédito, y mostrando incapacidad para atender el pago de la deuda incurrida por diferentes grupos de acreedores.
 - d. Y en el mercado de capitales, la mencionada incertidumbre, se desplazó en la curva de los portafolios eficientes, donde el componente del riesgo no diversificable y de la rentabilidad de los activos, caía en una zona de alto riesgo, con lo que se comprometían los portafolios compuestos por activos de diferente denominación y riesgo.
3. En el orden financiero mundial, el sistema donde se organiza y administran los bancos y los agentes inversionistas, asumieron inexplicables niveles de riesgo cayendo en la zona peligrosa de riesgo no diversificable, situación que los analistas atribuían al costo de los desmedidos programa de gasto seguido por los Estados Unidos en la década pasada, y por la institucionalización a medias del modelo económico, logrado en el area del Euro, después de suscribir el Acuerdo de Maastricht, decisión que introdujo el euro en 17 países de la Unión Europea, como una medida monetaria.
 - a. Fue así como los bancos y otros agentes inversionistas mundiales, experimentaron peligrosas situaciones de riesgo o falla de mercado, al no poder mejorar su relación riesgo-rendimiento, poniendo en peligro las inversiones de portafolio, ya que los países industrializados perdieron confiabilidad para invertir en ellos. Esta situación de crisis en la política económica internacional, ganó dinamismo en el escenario económico, liderado por los Estados Unidos y la Eurozona, lo que precipitó la quiebra de algunos bancos, luego de registrarse una espiral descendente en los recursos disponibles de los bancos y entidades financieras.
 - b. La volatilidad del mercado afectó a los bancos más expuestos, llevándolos a registrar situaciones de insolvencia más que de iliquidez, en particular en algunos organismos considerados como de elevada reputación, como le ocurrió al banco de Lehman Brothers.
4. El factor del riesgo no diversificable como lo definen los financistas, influyó negativamente el nivel de confianza de los inversionistas de capital, posición que de haberse manejado con prudencia, hubiera mantenido a flote el mercado de capitales mundial. En este mercado especulativo, los comisionistas recibían participaciones excesivas sobre el capital, convirtiéndose en una práctica ruinosa que minaba la confianza del sistema. Este nivel de riesgo no estocástico, no se

podía cubrir con recursos propios de los bancos en momentos de pérdidas en el sistema, y frente al descubrimiento de la situación de dolo atribuido a una ingeniería artificial de los portafolios, al inyectarles volúmenes excesivos de activos tóxicos, como ocurrió en el mercado de hipotecas, el medio financiero tuvo que padecer el efecto de los activos *subprime* y la quiebra de inversiones de portafolio manejada por costosos *assets managers*. Esta circunstancia precipitó la crisis financiera a niveles globales, tal como ya había ocurrido durante la crisis financiera de 1934.

5. La liquidez y la situación de insolvencia, reportada por el sector financiero y bancario, incrementó el nivel de exposición que podían resistir en Europa los grandes bancos privados. El contexto institucional del BCE y en Estados Unidos del Banco de la Reserva Federal, desató una crisis global de inesperadas proporciones.
 - a. Esta crisis global, llevó al mundo al filo de experimentar una situación de insolvencia, caracterizada como una zona de peligro, consideración que preocupó al mismo premio Nobel de Economía Paul Krugman, quien en entrevista con la BBC —en programa *HARDtalk*— sugería que a raíz de las quiebras de Lehman Brothers y otros bancos grandes en Estados Unidos y Europa, se vulneraba la credibilidad del sistema de pagos mundial y la capacidad del mercado de capitales para elevar la *equity* de entidades muy endeudadas.
6. En Europa no se contaba con la posibilidad de emplear la institución del “señoreaje” o aprovechar la soberanía bancaria, ya que no se tenía la facultad institucional de emitir primariamente dinero fiduciario. Esta capacidad de extender créditos de contingencia a la banca privada, la delegó Maastricht al BCE. Infortunadamente por falta de una fuente fiscal adecuada, esta organización por sí sola no podía contener el efecto combinado de las crisis de Irlanda, Portugal, Grecia o Islandia, ya que dichos países no podían emitir dinero base, como fuente de recursos crediticios frescos.
 - a. En naciones como Grecia y España, el modelo del crecimiento promovido a través del consumo, no se compadecía con las posibilidades de crecer ilimitadamente a través de la demanda por crédito.
 - b. El equilibrio del sistema dependía de un cambio en las instituciones fiscales de la Unión y la Eurozona. Tanto que la ecuación monetaria financiera y cambiaria pendía de la posibilidad de incremenar los niveles de recaudo tributario, tema que el economista Minsky reconociera, y que de caer en ese abismo existía un fuerte peligro de desestabilización al elevar tributos desmedidamente para estimular el crecimiento por la vía de la demanda.
7. La nota política de todos este desajuste del sistema mundial exigía como condición financiera, que el euro estuviera bien, para que la región y la economía internacional recuperaran el clima de confianza que había presagiado Mundell (1961)

en su trabajo *Optimum currency areas* cuando sugería que unir áreas monetarias requeriría alcanzar tipos de cambio, salarios y políticas de precios que fueran flexibles o ajustables en el tiempo.

Bibliografía

- BERGSTEN, Fred. "Why the euro will Survive. Completing the continent's Half-Built House". En: *Foreign Affairs*, septiembre/octubre, vol. 91, núm. 5, pp. 16-22, 2012.
- _____. "¿Por qué sobrevivirá el euro? Terminar de construir la casa". En: *Foreign Affairs*, vol. 91, núm. 5, pp 115-122, 2013.
- BIRNBAUM, Norman. "El legado de Obama en política exterior". En: *Política Exterior*, noviembre/diciembre, vol. XXVI, núm. 150, pp. 78-90, 2013.
- CAMPBELL, Andrea Louise. "America undertaxed-U.S. Fiscal policy in perspective". En: *Foreign Affairs*, vol. 91, núm. 5, pp. 99-112, 2012.
- COMÍN, Francisco. "Default, rescheduling and inflation: public debt crisis in Spain during the 19th and 20th centuries". En: *Revista de Historia Económica. Journal of Iberian and Latin American Economic History*, diciembre, vol. 30, núm. 3, pp., 353-390, 2012.
- COX, Robert W. *et al. International political economy. Understanding global disorder*. Cape Town, Fernwood Publishing SAPES, 1995.
- _____. y SCHECHTER Michael G. *The political economy of plural world. Critical reflections on power, morals and civilization*. Londres, Routledge, 2002.
- EICHENGREEN, Barry. *Qué hacer con las crisis financieras*. México D. F., Fondo de Cultura Económica, 2009.
- _____. "The euro's never-ending crisis". En: *Current History*, marzo, pp. 91-102, 2011.
- GARCÍA, Enrique y GARICANO, Luis. "Una agenda de crecimiento para España". En: *Política Exterior*, marzo/abril, vol. XXV, núm. 11, pp. 122-134, 2011.
- GERMAIN, Randall D. "Financial order and world politics: crisis, change and continuity". En: *International Affairs*, vol. 85, núm. 2, pp., 669-687, 2009.
- _____. *The international organization of credit. states and global finance in the world economy*. Cambridge, Cambridge University Press.
- HABERMAS, Jürgen. "Hoy más que nunca, Europa es un proyecto constitucional". En: *Política Exterior*, noviembre/diciembre, vol. XXVI, núm. 150, pp. 22-27, 2012.

- IMF. “Executive Board completes fourth review under stand-by arrangement for Greece and approves € 3,2 billion disbursement”. En: *Press Release*, núm. 11/273, julio 8, 2011.
- KLAU, Thomas, Francois GODEMENT y TORREBLANCA, José Ignacio. “Mas allá de Maas-tricht: nuevo pacto para el euro”. En: *Política Exterior*, marzo/abril, vol. XXV, núm. 11, pp. 108-120, 2011.
- LINDSAY, James. “George W. Bush, Barack Obama and the future of us global leadership”. En: *International Affairs*, vol. 87, núm. 4, pp. 765-779, 2011.
- MALLBAY, Sebastian. “Europe’s optimal catastrophe. The fate of the monetary union lies in germany’s hands”. En: *Foreign Affairs*, julio/agosto, vol. 91, núm. 4, 2012.
- MUNDELL, Robert A. “El sueño de Mundell”. En: *The American Economic Review*, vol. 51, núm. 4, pp. 509-517, 1961.
- _____. “A theory of optimum currency areas”. En: *International Economics*. Nueva York, Mac-Millan. Versión electrónica: <http://www.columbia.edu/~ram15/ie/ie-12.html>, 1968.
- PÉREZ TORO, José Alberto. “Globalización y crisis financiera en Mercosur”. Ensayo preparado en el Foro de la Comunidad Andina y Mercosur en la perspectiva del Alca. Bogotá, Observatorio Andino de la Universidad Javeriana-Konrad Adenauer Stiftung-Institut des Hautes Etudes de L’Amérique Latine, 12 de septiembre, 2002.
- _____. *The american dollar and the international financial crisis: 1970-1980*. Versión electrónica: <http://ssrn.com/abstract=187473> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.187473> . http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=187473.
- Q&A: Greek debt crisis. Versión electrónica: <http://www.bbc.co.uk/news/business-13798000>, 2011.
- SCHMIDT, Vivien A. “The European Union’s eurozone crisis and what (not) to do about It”. En: *Brown Journal of World Affairs*, fall/ winter, vol. XVII, pp., 199-220, 2010.
- SINGALA, Subbaiah y KUMAR, Rajendra. “The global financial crisis with a focus on the european sovereign debt crisis”. En: *ASCI Journal Of Management*, vol. 42, núm. 1, pp. 20-36, 2012.
- TELEvisa. Versión electrónica: <http://noticierotelevisa.esmas.com/economia/543759/origen-del-abismo-fiscal/>.
- THE ECONOMIST. “Fighting for its life; the Euro-zone crisis”. Septiembre 17, p.74, 2011.
- WHITEHEAD, Lawrence. 2011. “Una mirada actualizada sobre la hegemonía de Estados Unidos a cincuenta años de la fundación del Centro de Estudios Internacionales y a veinte años del fin de la historia”. En: *Foro Internacional*, núm. 203, LI(1), pp. 41-42.

WYPLOSZ, Charles. “La zona euro y España durante 2011”. En: *Política Exterior*, marzo/abril, vol. XXV, núm. 11, pp. 96-106, 2011.

ZAKARIA, Freed. “Can America be fixed?”. En: *Foreign Affairs*, vol. 92, núm. 1, pp. 22-33, 2013.