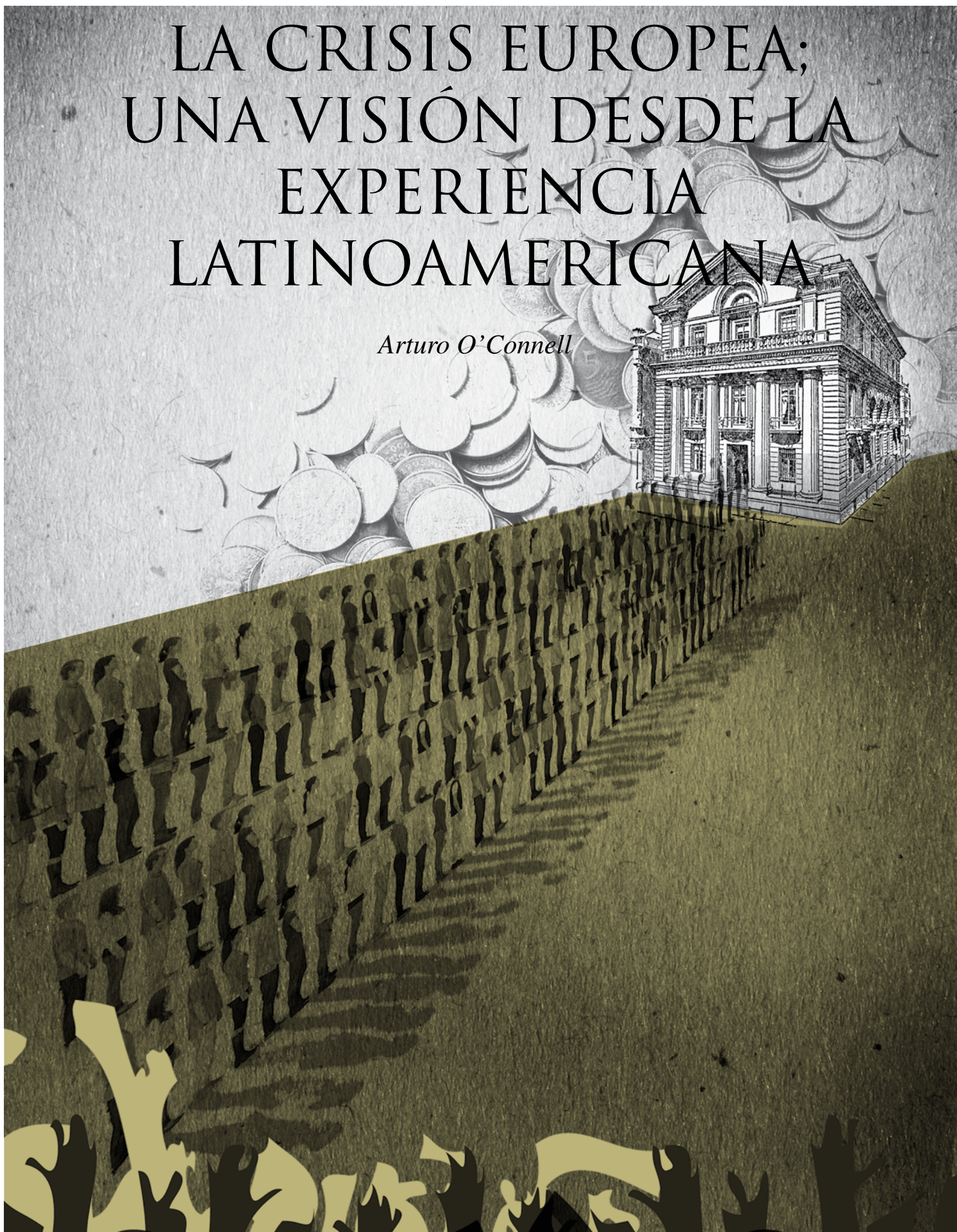


# LA CRISIS EUROPEA; UNA VISIÓN DESDE LA EXPERIENCIA LATINOAMERICANA

*Arturo O'Connell*



La llamada crisis europea o, a veces, la crisis del euro, puede ser vista desde la experiencia latinoamericana o, más en general, desde la de los países en desarrollo, sobre todo de aquellos llamados, desde hace unos años, economías emergentes, como una crisis más de las relaciones “centro-periferia” en un contexto de una desregulación financiera globalizada.

Si bien existen otros elementos, característicos de la forma en la que se constituyó el euro, es, sobre todo, el denominado Sistema de Bancos Centrales con el Banco Central Europeo (BCE) en su centro el que puede ayudar a entender algunos de los aspectos de aquella crisis<sup>1</sup>. Sin embargo, parece fructífero ensayar una interpretación avalada en la experiencia de alrededor de cuatro décadas de crisis de las economías

emergentes y de entre ellas, las primeras en sobrellevarla, las economías latinoamericanas y, más específicamente, las del Cono Sur.

## 1. La globalización financiera desregulada

En primer lugar, cabe recordar algunas de las características de la globalización financiera desregulada que afectara a esas últimas economías desde la segunda mitad de los años '70, un verdadero "banco de pruebas" al que fueron sometidas.

### 1.1. La "financierización"

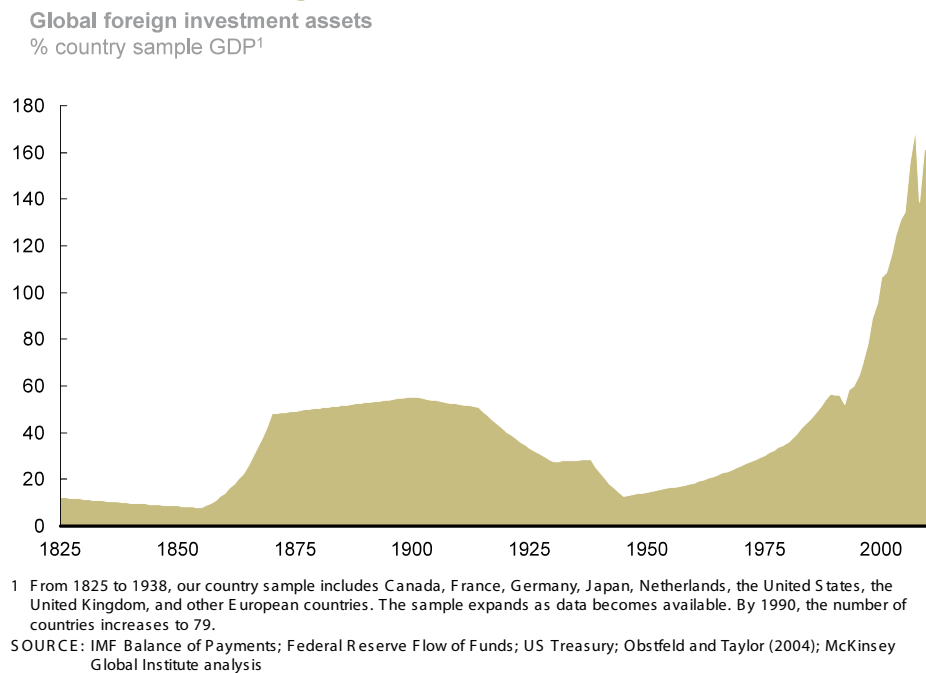
El primer elemento lo constituye la evolución de la "financierización", por la que se entiende el peso del sector financiero en la economía, a veces, sobre todo en inglés, conocida como "profundidad

financiera" (*financial depth*).

En el Gráfico 1 siguiente puede verse cómo mientras que, hasta la década de los '90, el grado de financierización era similar al de aquella globalización ocurrida a fines del siglo XIX y comienzos del XX, en los años posteriores la "profundización" internacional fue mucho mayor.

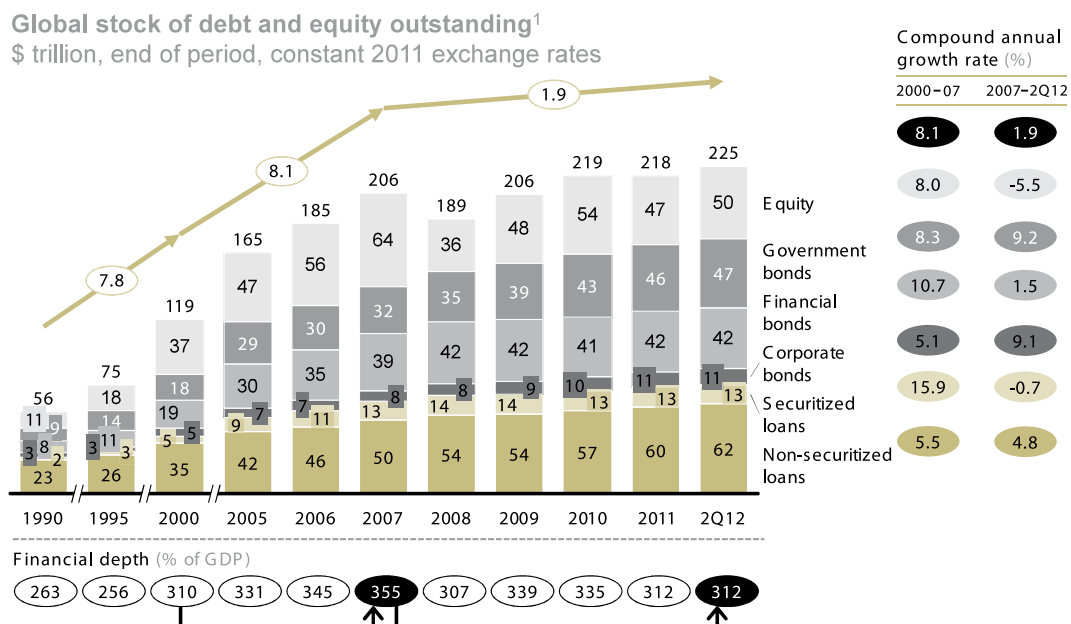
Con respecto a la financierización de por sí, como puede verificarse en el Gráfico 2, el proceso reciente se aceleró fuertemente entre 1990 y 2007, al crecer a alrededor del 8% anual, mucho más rápido que el PBI mundial, por lo que mientras en aquel primer año el total de instrumentos financieros era 2,63 veces el PBI mundial, para el 2007 había alcanzado 3,55 veces el PBI mundial. Nótese que a partir de este último año, afectado por la crisis internacional que comenzara entonces, el crecimiento es mínimo e inferior al del PBI, por lo que para el segundo trimestre del 2012 la financierización sólo

**Gráfico 1<sup>2</sup>**  
**Dos eras de globalización financiera**



Fuente: McKinsey Global Institute, "Financial Globalization: Retreat or reset? Global Capital Markets 2013", marzo de 2013, p. 26.

**Gráfico 2**  
**Los activos financieros globales crecen hasta \$225 billones, pero el crecimiento se frena desde 2007**



Fuente: McKinsey Global Institute, "Financial Globalization...", cit., p.14.

alcanzaba 3,12 veces el PBI.

Eso sí, en el Gráfico 3, se puede comprobar que en gran parte el avance financiero hasta 2007 se produjo como resultado de un mayor “apalancamiento” –o sea de una multiplicación de sus préstamos y colocaciones con respecto a su capital– del sistema financiero –por lo que el componente que más crece es el de sus obligaciones– y por el aumento de la cotizaciones en bolsas de valores de acciones de empresas, lo que lo hacía difícilmente sostenible.

El proceso fue relativamente generalizado, sobre todo, en los países avanzados, por lo que, en el año 2011, tanto la Unión Europea (509% de su PBI) como la eurozona (458,5% de su PBI), manifestaban una financierización algo mayor que la de los Estados Unidos (424,4% de su PBI) y sólo algo inferior a la de Japón (549,5% de su PBI)<sup>3</sup>.

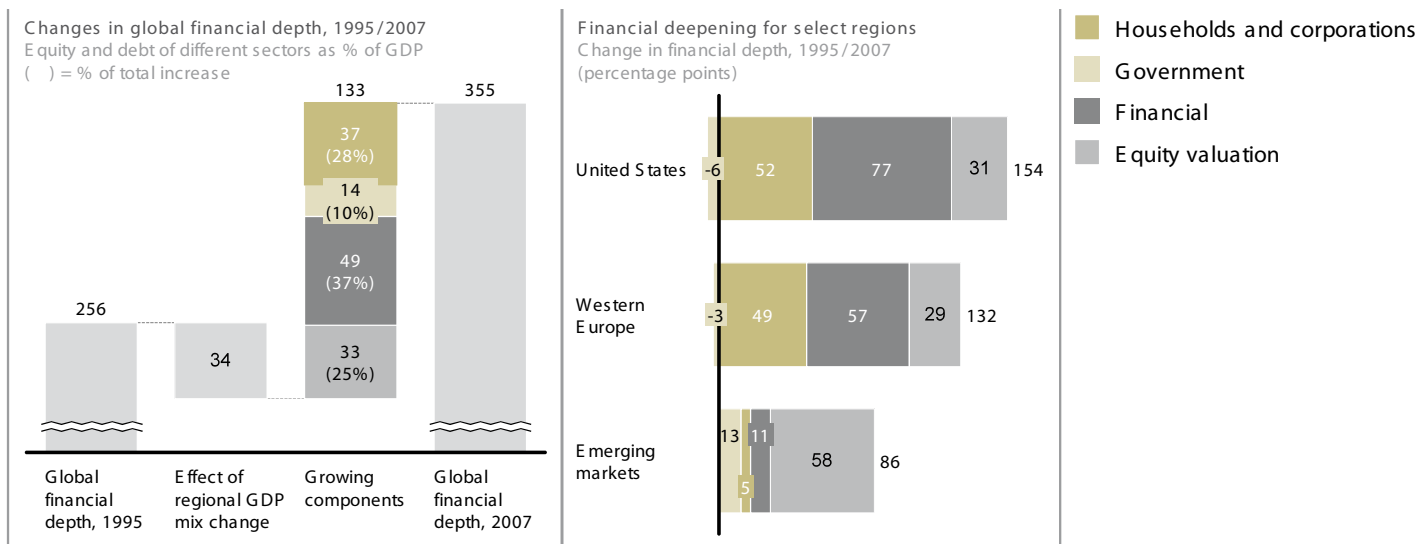
## 1.2. La internacionalización financiera

Además de su profundidad, el proceso de financierización se vio acompañado –como a fines del siglo XIX y comienzos del XX– por una importante internacionalización. Es así que para 2011, como puede verse en el Gráfico 4, el 30% del total de instrumentos financieros estaba en manos de no residentes de los países en los que habían sido emitidos. En el caso de Europa Occidental, además, el 35% estaba en manos de residentes de algún otro país de la misma región.

Para 2011, tal como puede verse en el Gráfico 5, el total acumulado de colocaciones financieras e inversiones extranjeras había llegado a 101 billones (millones de millones) de dólares estadounidenses, monto que representaba 1,45 veces el PBI mundial de ese año, aunque con alguna declinación con respecto al 2007.

**Gráfico 3**

**La mayor parte del incremento en la “profundidad financiera” anterior a la crisis se debió al apalancamiento del sistema financiero y a las cotizaciones de las acciones**



NOTE: Numbers may not sum due to rounding.

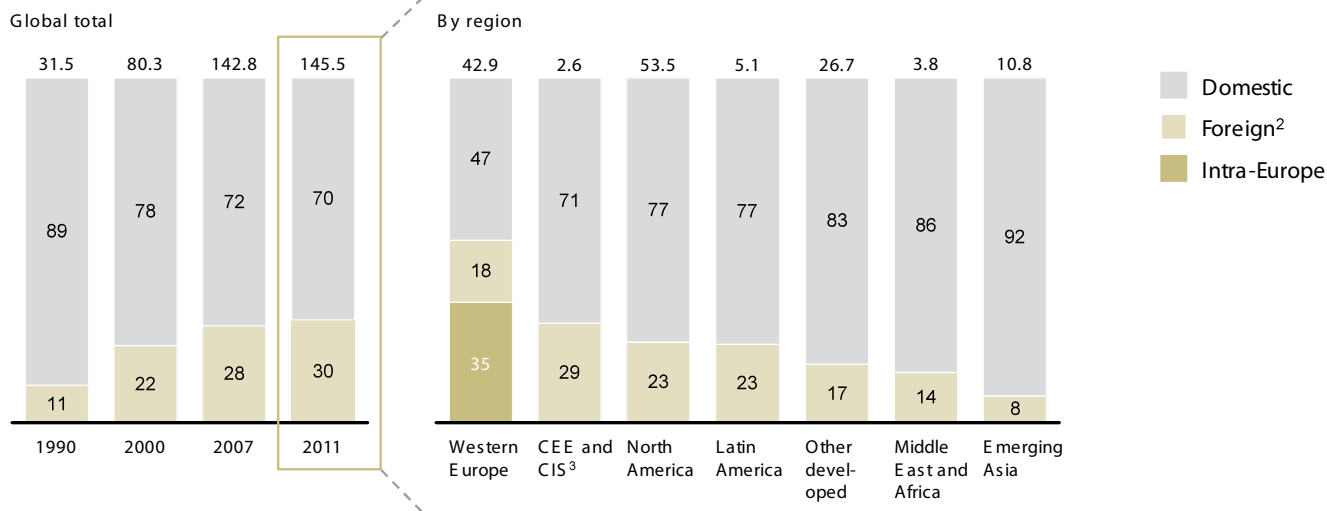
SOURCE: McKinsey Global Institute Financial Assets Database; McKinsey Global Institute analysis

Fuente: McKinsey Global Institute, “Financial Globalization...”, *cit.*, p.17.

**Gráfico 4**

**En 2011, el 30% de los activos financieros globales eran propiedad de inversores externos**

**Equity and debt securities by ownership, 2011<sup>1</sup>**  
%; \$ trillion, 2011 constant exchange rates



<sup>1</sup> Includes market capitalization of listed equities and governments, financial, and non-financial corporate debt securities.

<sup>2</sup> Securities held by foreign entities.

<sup>3</sup> Central and Eastern Europe and the Commonwealth of Independent States.

SOURCE: McKinsey Global Institute Financial Assets Database; IMF Balance of Payments; McKinsey Global Institute analysis

Fuente: McKinsey Global Institute, “Financial Globalization...”, *cit.*, p. 49.

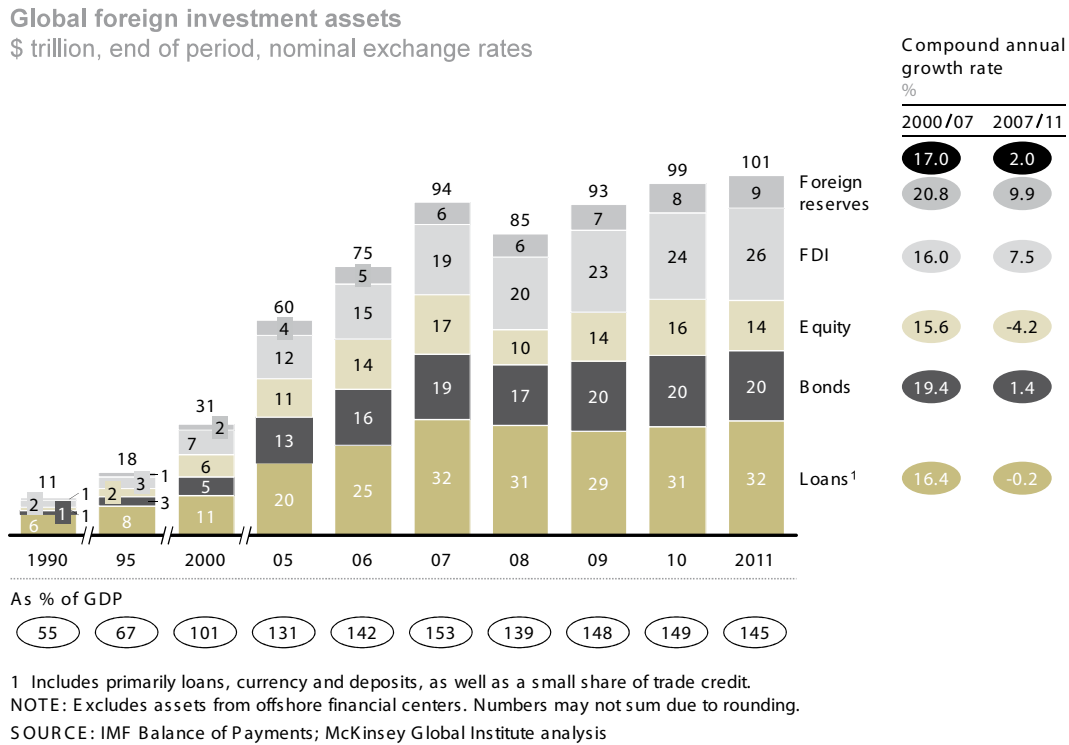
Como puede verse en el Gráfico 6, todas las regiones del mundo estaban interconectadas por transacciones financieras internacionales que constituían una compleja red de interrelaciones, siendo las más importantes aquellas a través del Atlántico Norte y las que conectan América del Norte y Europa Occidental con los países avanzados de la región Asia-Pacífico.

### 1.3. Interconexión y concentración financieras

Esa interconexión financiera a través de las fronteras es cada vez mayor, como puede observarse en el Gráfico 7 a partir de la evolución de un índice preparado por investigadores del FMI.

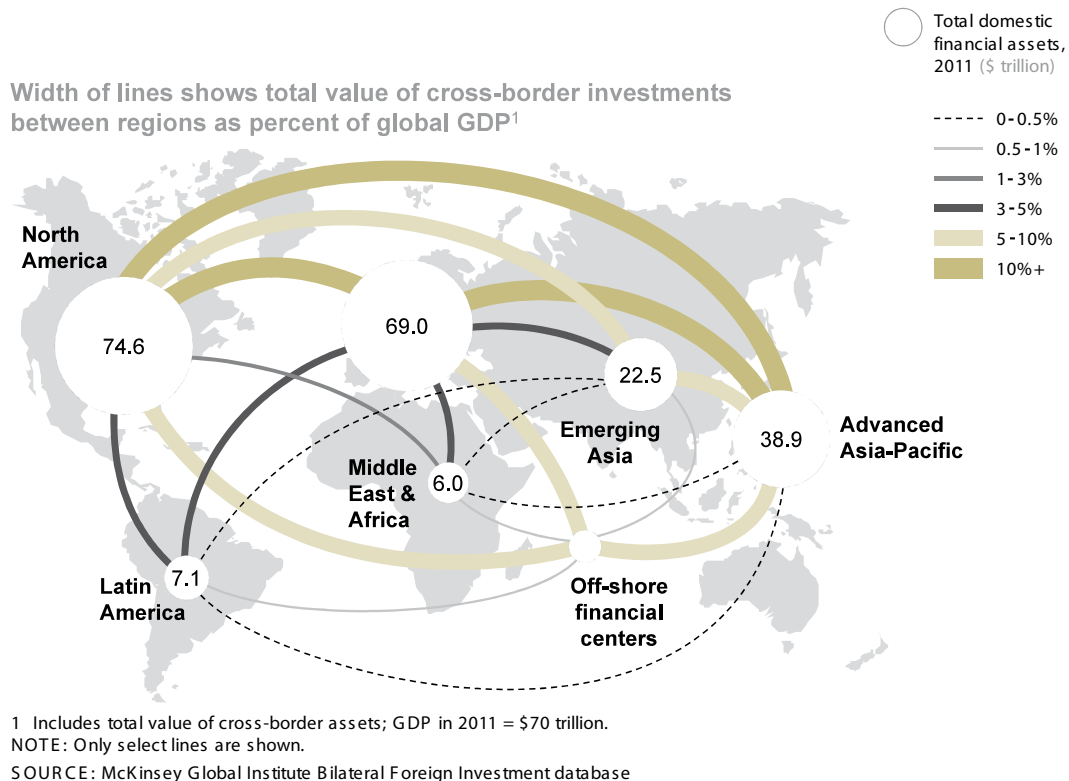
Pero, además de la fuerte interconexión, se ha producido un fenómeno de importante concentración, como puede verse en el

**Gráfico 5**  
El stock de activos de la inversión extranjera global alcanzó los \$101 billones en 2011



Fuente: McKinsey Global Institute, "Financial Globalization...", *cit.*, p. 71.

**Gráfico 6**  
En 2011, la red de activos de inversión a través de las fronteras había crecido de manera significativa en amplitud y profundidad

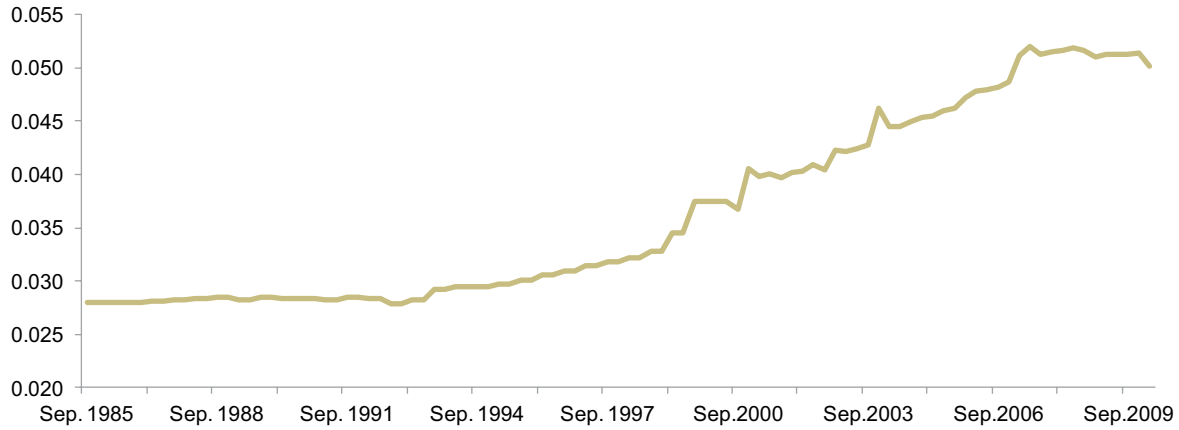


Fuente: McKinsey Global Institute, "Financial Globalization...", *cit.*, p. 32.

Gráfico 7

Interconectividad financiera transfronteriza, 1985-2010

(índice del número de vínculos bilaterales entre economías como proporción del total de vínculos bilaterales posibles)



Source: Fund staff estimates, based on Hattori and Suda (2007) and banking sector data from the BIS.

Fuente: International Monetary Fund, “Understanding Financial Interconnectedness”, 4 de octubre de 2010, p. 4.

Gráfico 8, donde se registra el aumento de la participación de los tres mayores bancos en el total de activos bancarios, en los Estados Unidos y en cada uno de los países financieramente más importantes de Europa. Como se puede ver, aunque el aumento más veloz de esa participación ocurrió en Estados Unidos, de todos modos, la concentración es mucho mayor en los países europeos, donde los tres mayores bancos –con una cierta caída reciente en Suiza– participaban entre el 60% y el 80% de todo el sistema de su país.

Para la economía global, como se puede visualizar en el Cuadro 1, los 20 mayores bancos controlaban más del 40% del total de activos de los 1000 mayores bancos del mundo. Y un pequeño grupo de países (Alemania, Estados Unidos, Francia, Gran Bretaña, Los Países Bajos y Suiza) constituía la base donde se ubicaban las casas matrices de bancos que poseían más de la mitad de todos los activos bancarios transfronterizos<sup>4</sup>.

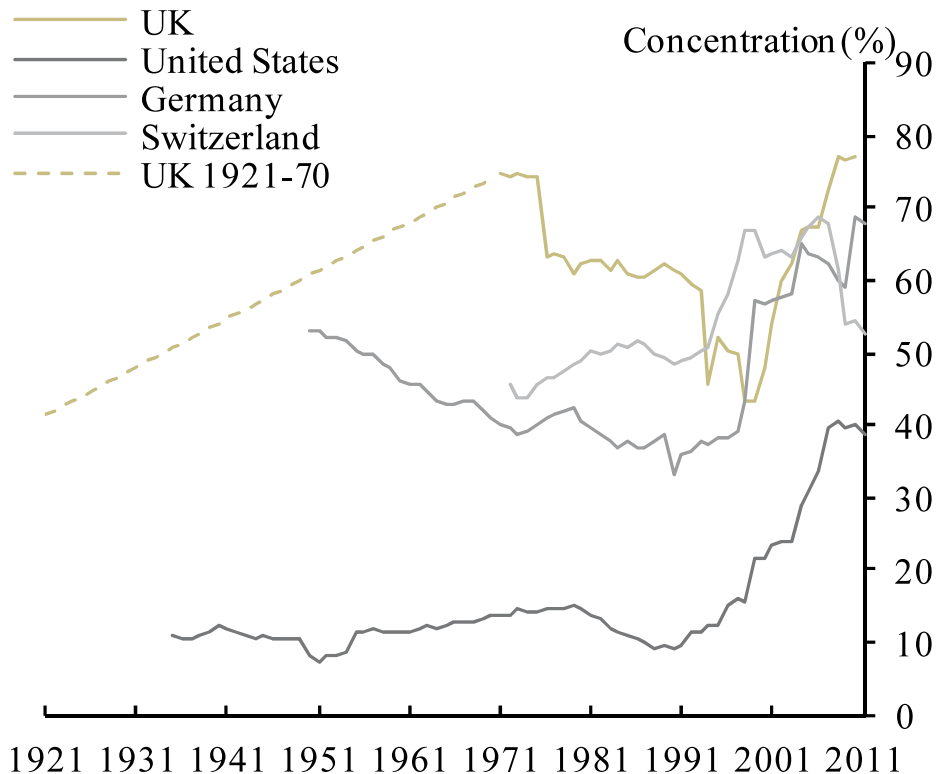
Los 18 que figuran a continuación, en el Cuadro 2, fueron responsables de más de la mitad de un total de 1,8 billones (millones de millones) de dólares estadounidenses de pérdidas en el momento más agudo de la actual crisis.

En Europa, con un sistema financiero dominado por bancos, el grado de concentración se puede ver en el Cuadro 3 referido a la participación de los 5 mayores en el sistema bancario de cada uno de los países.

Al mismo tiempo, el porcentaje de cartera con deudores extranjeros era altísima (82% para el *Deutsche Bank*, 64% para el *Santander*, 62% para el *Unicredit*, 41% para la *Banque Nationale de Paris* y 29% para *Société Générale*). La estructura organizativa de estos grandes bancos es extremadamente compleja; cada uno de ellos llega a tener no menos de 100 bancos subsidiarios y una mayoría llega hasta tener 500.

Gráfico 8

Concentración bancaria en algunos países importantes



Fuente: Andrew Haldane, “On being the right size”, Speech at the Institute of Economic Affairs’ 22<sup>nd</sup> Annual Series, The 2012 Beesley Lectures, 25 de octubre de 2012, gráfico 2.

**Cuadro 1**  
**Concentración bancaria a nivel mundial**  
**(Proporciones dentro del total de los 1000 mayores bancos del mundo en %)**

	10 mayores	10 siguientes	30 siguientes	50 mayores	950 siguientes
1999	19	15	26	61	39
2007	14	12	23	49	51
2008	26	15	21	62	38
2009	26	15	22	63	36

Fuente: *The Banker*, gráfico 13, IFSL Banking, 2010 (datasheet).

**Cuadro 2**  
**Instituciones financieras complejas, definidas por los organizadores de las colocaciones**

Institution	Country	International Bonds	Structured Finance	US ABS	Syndicated Loans	Equities		
		(All currencies)	All Intl Issuers			Asia-Pacific	Europe/Middle East/Africa	US
		Rank	Rank	Rank	Rank	Rank	Rank	Rank
JPMorgan Chase 1/	US	1	2	3	1	8	1	1
Barclays Bank PLC	UK	2	3	1	15			7
Deutsche Bank AG	Germany	3	9	5	8		4	10
Bank of America	US	4	4	2	2	6	3	4
HSBC	UK	5	6		24		10	
Credit Suisse Group	Switzerland	6		7	18			6
Citigroup 1/	US	7	7	4	6	4	7	9
UBS	Switzerland	8						
BNP Paribas	France	9			7			
RBS	UK	10	5	6	12		9	
Goldman Sachs	US	11		10	13	1	2	3
Morgan Stanley	US	12		8	22	10	6	2
Credit Agricole SA	France	14			9		5	
Lloyds Banking Group	UK		8					
Rabobank	Netherlands		10					
Wells Fargo	US			9	10			8
State Street 1/	US							
BNY Mellon 1/	US							

1/ Some of the largest holders of custody assets.

Sources: Thomson Reuters *International Financing Review*, Issue 1831, May 1, 2010, and IMF staff estimates.

Fuente: International Monetary Fund, "Understanding Financial Interconnectedness", *cit.*, p. 8.

En realidad, con respecto a su tamaño tanto absoluto como relativo –respecto al PBI del país de residencia de sus casas matrices– algunos bancos europeos se encuentran entre los mayores del mundo, como puede observarse en el gráfico y cuadro siguientes (Gráfico 9 y Cuadro 4). De ahí, su peso en la definición de políticas que los afecten.

#### 1.4. Auge y caída de la reciente globalización financiera

Las nuevas corrientes de capital transfronterizo han experimentado un muy significativo proceso de auge y declinación, como puede observarse en el Gráfico 10, ya que pese a una cierta recuperación de la caída del 2008, todavía para el 2012 el volumen de dichas corrientes era 61% inferior al del año 2007.

Se puede observar en el Gráfico 11 que la caída afectó a todo tipo de nuevas corrientes de capital pero que, más precisamente, los préstamos bancarios experimentaron la mayor reducción.

En realidad, las corrientes de capital originadas en los bancos denotan muchos más episodios de auge y declinación que las otras,

como puede observarse con datos de frecuencia trimestral para el período 2010-2011.

En cuanto a su composición geográfica, la caída de las nuevas corrientes de capital transfronterizas a partir del 2007 afectó a todas las regiones, aunque se puede observar en el Gráfico 13 que la más acentuada fue la correspondiente a Europa Occidental.

En realidad, como puede observarse en el Gráfico 14, los movimientos en Europa Occidental tanto en el auge como en la caída dominaron lo ocurrido con las nuevas corrientes de capital en los períodos 2000-2007 y 2007-2011.

Esto es, aunque la crisis financiera internacional actual no se originó en Europa Occidental, que la recibió por contagio al estar conectados sus bancos, tanto en activos como en pasivos, con el sistema financiero de los Estados Unidos, la región ha participado decisivamente del auge anterior y de la declinación posterior a 2007. En efecto, el 49% del crecimiento de las nuevas corrientes transfronterizas de capital en el período 2000-2007 se registró en Europa Occidental –31% en la zona euro– mientras que en el colapso posterior su participación fue de 72% (40% la de la eurozona). Los bancos

**Cuadro 3**  
**Índice de concentración Herfindahl de las instituciones financieras y participación en el total de activos**  
**de las cinco mayores instituciones a nivel europeo**

	Herfindahl index for credit institutions					Share of total assets by five largest credit institutions				
	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011
Belgium	2,079	1,881	1,622	1,439	1,294	83.4	80.8	77.1	74.9	70.8
Bulgaria	833	834	846	789	766	56.7	57.3	58.3	55.2	52.6
Czech Republic	1,100	1,014	1,032	1,045	1,014	65.7	62.1	62.4	62.5	61.8
Denmark	1,120	1,229	1,042	1,077	1,192	64.2	66.0	64.0	64.4	66.3
Germany	183	191	206	298	317	22.0	22.7	25.0	32.6	33.5
Estonia	3,410	3,120	3,090	2,929	2,613	95.7	94.8	93.4	92.3	90.6
Ireland	700	800	900	900	800	50.4	55.3	58.8	56.8	53.2
Greece	1,096	1,172	1,184	1,214	1,278	67.7	69.5	69.2	70.6	72.0
Spain	459	497	507	528	596	41.0	42.4	43.3	44.3	48.1
France	679	681	605	610	601	51.8	51.2	47.2	47.4	48.3
Italy	328	307	298	410	407	33.1	31.2	31.0	39.8	39.5
Cyprus	1,089	1,019	1,089	1,124	1,057	64.9	63.8	64.9	64.2	61.5
Latvia	1,158	1,205	1,181	1,005	929	67.2	70.2	69.3	60.4	59.6
Lithuania	1,827	1,714	1,693	1,545	1,871	80.9	81.3	80.5	78.8	84.7
Luxembourg	316	309	310	343	346	30.6	29.7	29.3	31.1	31.2
Hungary	840	819	864	828	849	54.1	54.4	55.2	54.6	54.6
Malta	1,177	1,236	1,250	1,180	1,203	70.2	72.8	72.8	71.3	72.0
Netherlands	1,928	2,168	2,032	2,052	2,061	86.3	86.8	85.0	84.4	83.6
Austria	527	454	414	383	423	42.8	39.0	37.2	35.9	0.4
Poland	640	562	574	559	563	46.6	44.2	43.9	43.4	43.7
Portugal	1,098	1,114	1,150	1,207	1,208	67.8	69.1	70.1	70.9	70.8
Romania	1,041	922	857	871	878	56.3	54.0	52.4	52.7	54.6
Slovenia	1,282	1,268	1,256	1,160	1,142	59.5	59.1	59.7	59.3	59.3
Slovakia	1,082	1,197	1,273	1,239	1,268	68.2	71.6	72.1	72.0	72.2
Finland	2,540	3,160	3,120	3,550	3,700	81.2	82.8	82.6	83.8	80.9
Sweden	934	953	899	860	863	61.0	61.9	60.7	57.8	57.8
United Kingdom	509	370	360	424	523	43.5	35.3	34.1	39.8	44.1

**Structural Indicators for the EU Banking Sector Online - Data last updated on 26-10-2012-150708**

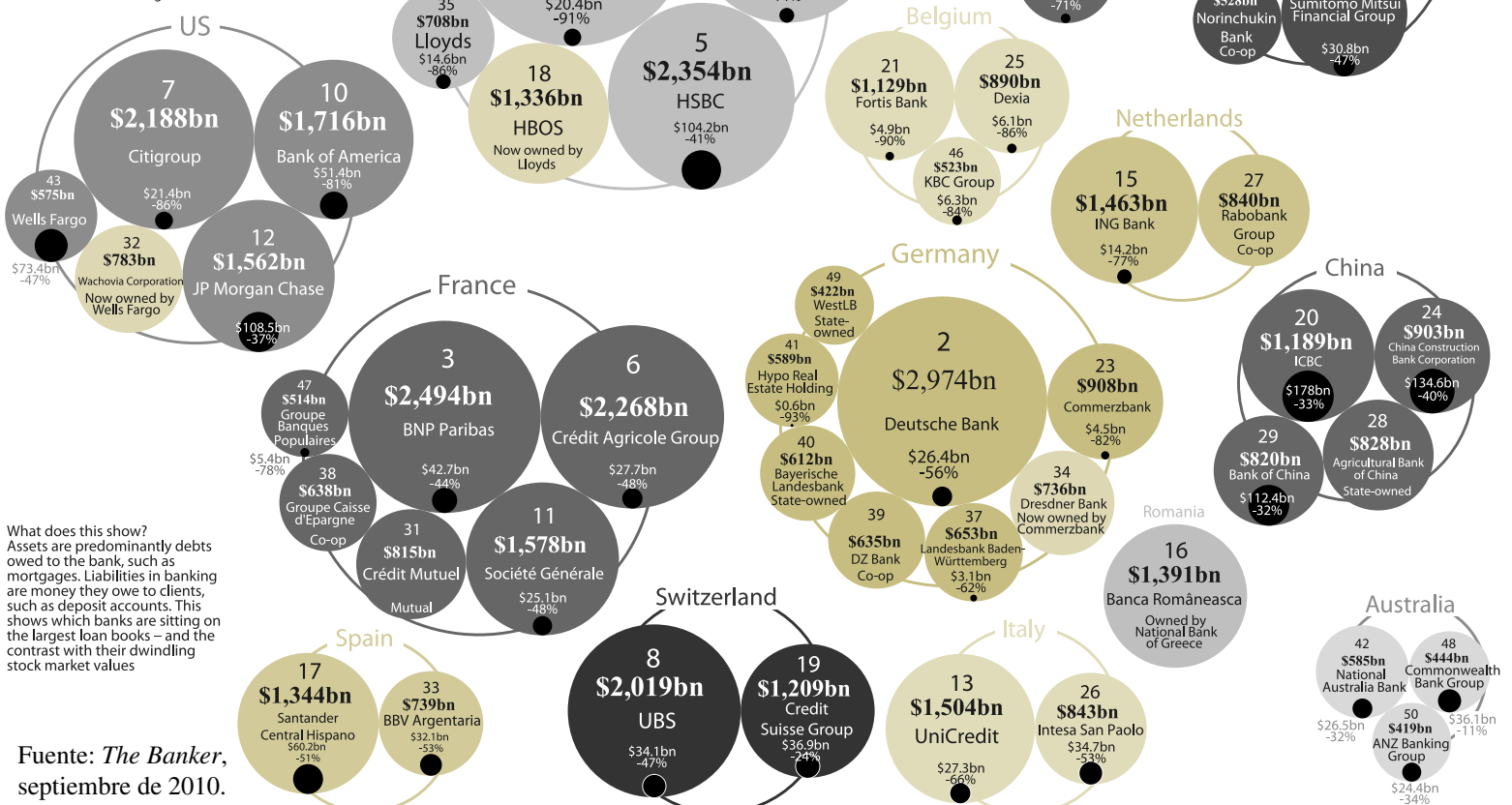
Fuente: European Union Commission, "Structural Indicators for the EU Banking sector online – Data".

**Gráfico 9**  
**Los 50 mayores bancos del mundo (septiembre de 2011)**

The world's top 50 banks - and the institutions that no longer exist

Ranked by The Banker magazine, based on latest assets figures

1 — Rank  
 \$bn — Assets  
 Market value now and % change over 12 months



Fuente: The Banker, septiembre de 2010.

**Cuadro 4**  
**Relación entre los bancos de mayor tamaño en Europa y Estados Unidos con respecto al PBI de sus países**

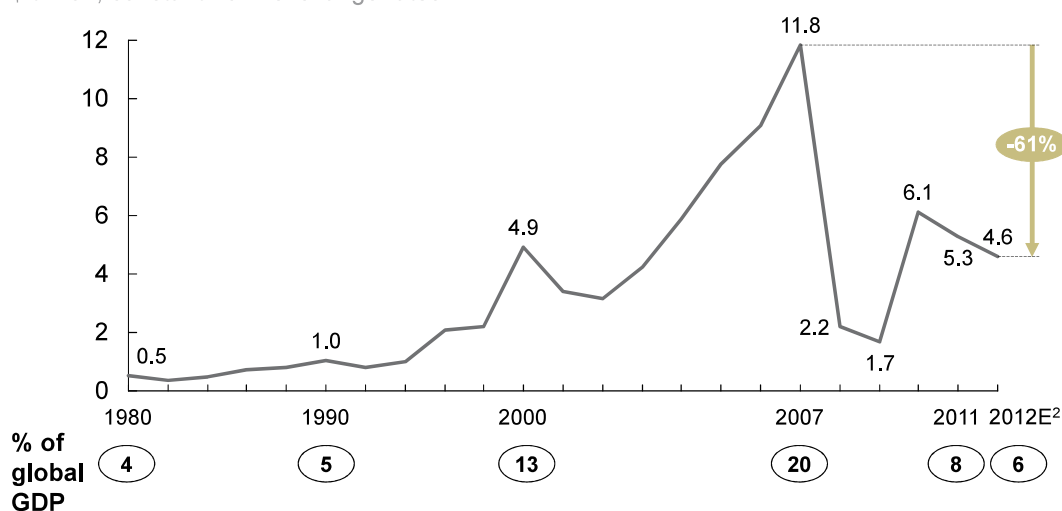
País	Banco de Mayor Tamaño	Magnitud de Activos	PIB del País	Cociente
		US\$ miles de millones		%
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)=(3)/(4)
Alemania	Deutsche Bank	\$2,494	\$2,778	90%
Francia	BNP Paribas	\$2,974	\$3,607	82%
Gran Bretaña	Royal Bank of Scotland	\$3,808	\$2,431	157%
Estados Unidos	Citibank	\$2,188	\$15,076	15%

Fuente: *The Banker* y *IMF Economic Outlook*, octubre de 2012.

**Gráfico 10**

**Los flujos de capital transfronterizos cayeron intensamente en 2008 y hoy se encuentran más del 60% por debajo del pico pre-crisis**

Global cross-border capital flows<sup>1</sup>  
 \$ trillion, constant 2011 exchange rates



1 Includes foreign direct investment, purchases of foreign bonds and equities, and cross-border loans and deposits.  
 2 Estimated based on data through the latest available quarter (Q3 for major developed economies, Q2 for other advanced and emerging economies). For countries without quarterly data, we use trends from the Institute of International Finance.  
 SOURCE: International Monetary Fund (IMF) Balance of Payments; Institute of International Finance (IIF); McKinsey Global Institute analysis

Fuente: McKinsey Global Institute, “Financial Globalization...”, *cit.*, p. 24.

fueron los participantes decisivos de este proceso. En el auge, sus acreencias transfronterizas aumentaron en US\$ 12,6 billones (millones de millones), de los que US\$7,1 eran intraeuropeas. Se ha estimado que el 40% de ese aumento estuvo constituido por operaciones interbancarias<sup>5</sup>.

## 2. Los ciclos financieros y las relaciones “centro-periferia”

Lo ocurrido en estos años no constituye novedad alguna para aquellos que, lejos de la miopía reinante entre los “operadores” de los mercados y también en una importante franja de la profesión económica, han siempre continuado observando, en la búsqueda de mejores teorías, lo ocurrido con las economías que nos proponemos analizar en un período más largo donde las crisis financieras eran un evento que casi se daba por sentado.

En realidad, una vez alterada la visión por el conocimiento de aquellos acontecimientos más lejanos en el tiempo, curiosamente se produce un proceso de reconocimiento de crisis mucho más recientes dejadas de lado por el análisis convencional. Porque no solamente los países en vías de desarrollo han experimentado reiteradas crisis en los últimos cuarenta años, sino que algunos países avanzados tuvieron que lidiar con graves crisis, consecuencia de la desregula-

ción financiera en ese mismo período. Recuérdese, por ejemplo, las crisis de países como Noruega, Finlandia y Suecia, entre fines de los '80 y principios de los '90, lejos estos países de poder considerarse dominados por el “capitalismo amiguista” (*crony capitalism*) al que se asignaba la responsabilidad de las crisis de los países asiáticos, ni estando ubicados precisamente en la zona mediterránea de Europa –o su lejano pariente celta– adonde se pretende confinar las actuales crisis. Esos países escandinavos debieron nacionalizar parte de sus sistemas bancarios para sólo gradualmente retornarlos al sector privado<sup>6</sup>.

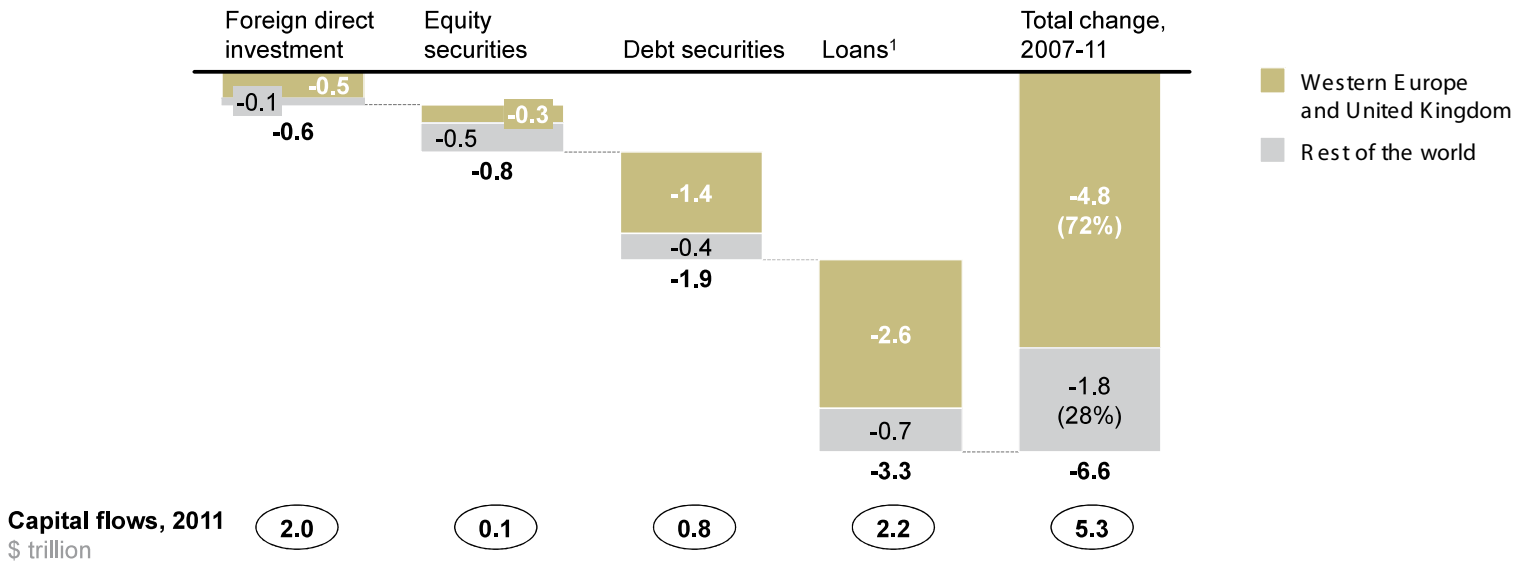
La realidad y la mejor teoría nos muestran que los sistemas financieros pasan por ciclos, ciclos que resultan en crisis de toda la economía<sup>7</sup>. Varias son las fuerzas que han sido identificadas como factores de los procesos de auge –“manías” en la acepción de Kindleberger– que terminan llevando a una crisis. Una, la originada en los trabajos de Hyman Minsky, es paradójicamente la presencia de una estabilidad monetaria. En su análisis, Minsky llegaba a la conclusión que la estabilidad monetaria está en la raíz de un proceso de asunción de riesgos cada vez mayores por parte de las instituciones financieras, confiadas en la solidez que otorgaría, a sus ojos, dicha estabilidad. La acumulación de riesgos cada vez mayores hace que, en algún momento, un hecho singular provoque un momento de alerta para los operadores financieros de que la fragilidad del sistema



Gráfico 11

Todos los tipos de flujos financieros cayeron desde 2007. Los préstamos transfronterizos representaron la mitad de esa caída

Change in total cross-border capital flows, 2007–11  
\$ trillion, constant 2011 exchange rates



<sup>1</sup> Includes primarily loans, currency and deposits, as well as a small share of trade credit. Excludes operations of foreign affiliates.

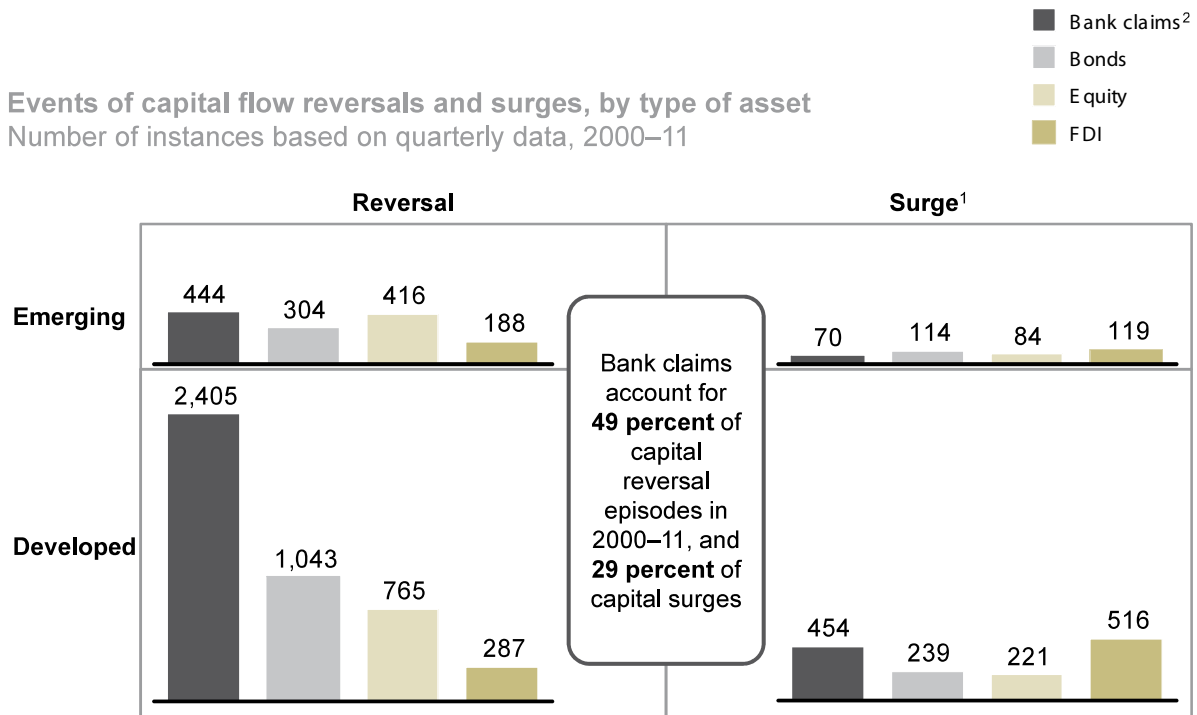
NOTE: Numbers may not sum due to rounding.

SOURCE: IMF Balance of Payments; McKinsey Global Institute analysis.

Fuente: McKinsey Global Institute, “Financial Globalization...”, *cit.*, p.24.

Gráfico 12

Los flujos bancarios muestran más episodios de auge y declinación que otros activos



<sup>1</sup> Defined as an inflow that is at least two standard deviations higher than the average quarterly inflows five years leading to the surge.

<sup>2</sup> Bank net acquisition of cross-border loans (~80%) and other debt assets (~20%) in emerging and developed economies.

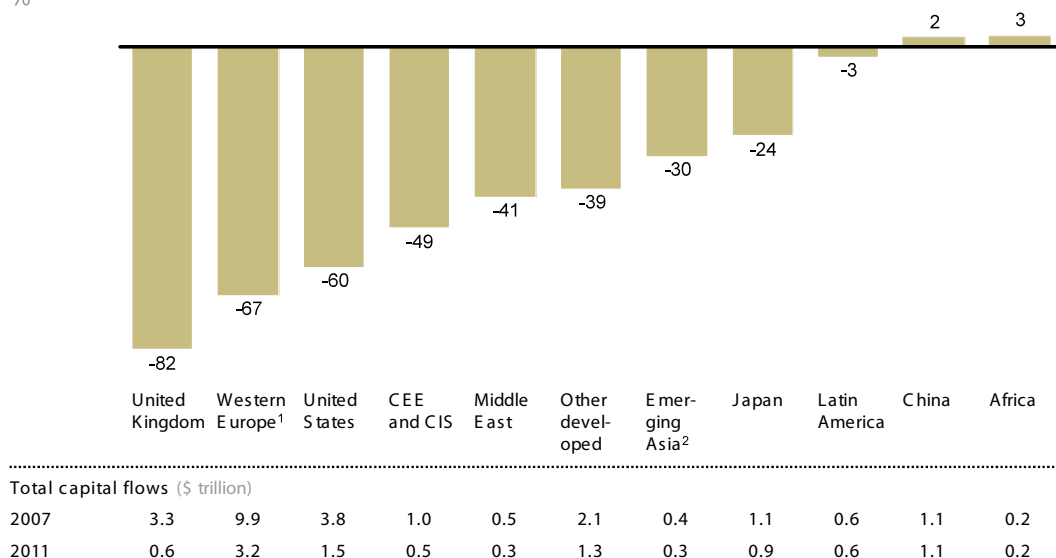
NOTE: Sample includes 29 developed markets and 120 emerging markets.

SOURCE: Bank for International Settlements; International Monetary Fund; McKinsey Global Institute analysis

Fuente: McKinsey Global Institute, “Financial Globalization...”, *cit.*, p.73.

**Gráfico 13**  
**Los flujos de capital transfronterizos declinaron en la mayoría de las regiones desde 2007**

Change in total capital flows (inflows + outflows by region), 2007–11  
 %

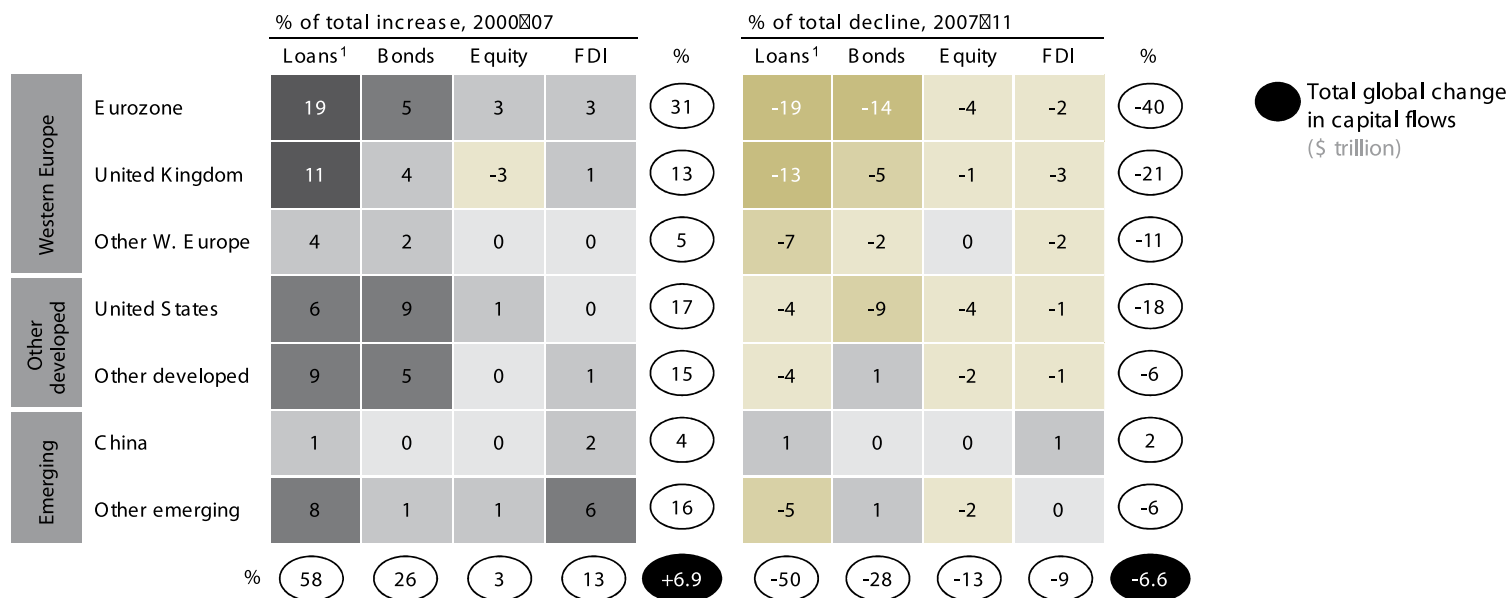


1 The United Kingdom is removed from Western Europe in this chart to avoid double counting.  
 2 Asia excluding China and developed Asian countries (Hong Kong, Japan, Singapore, South Korea, and Taiwan).  
 SOURCE: IMF Balance of Payments; McKinsey Global Institute analysis

Fuente: McKinsey Global Institute, “Financial Globalization...”, *cit.*, p.25.

**Gráfico 14**  
**Europa Occidental lideró los más recientes incrementos y colapsos de los flujos de capital transfronterizos**

Change in global capital inflows  
 Composition by asset type and region



1 Includes primarily loans, currency, and deposits, as well as a small share of trade credit. Excludes operations of foreign affiliates.

NOTE: Numbers may not sum due to rounding.

SOURCE: IMF Balance of Payments; McKinsey Global Institute analysis

Fuente: McKinsey Global Institute, “Financial Globalization...”, *cit.*, p. 27.

es grande y desencadena una huída hacia la liquidez, a desprenderse de activos de dudoso valor efectivo. Y así como en el proceso de auge se producía un fenómeno de retroalimentación, con carteras cada vez más apreciadas que, a su vez, permitían adquirir nuevos compromisos, la caída también es marcada por un fenómeno acumulativo.

El ciclo es, en principio, totalmente independiente de acontecimientos en la economía “real”, de lo que ocurra fuera del sector financiero, pero tiene efectos de gran importancia sobre el funcio-

namiento de la economía en general y las crisis financieras se caracterizan por ser de una gravedad y duración mucho mayores que las originadas en otros fenómenos<sup>9</sup>.

De cierta manera, estas ideas que habían quedado olvidadas durante el proceso de la llamada “Gran Moderación” –desde fines de los ’80 hasta la actual crisis– por sus bajas tasas de inflación, comenzaron a ser recuperadas mucho antes de la crisis actual por algunos de los economistas del *Bank for International Settlements* (BIS)<sup>10</sup>.

Algunos trabajos más recientes confirman que el mejor predictor de las crisis financieras es una expansión particularmente vertiginosa del crédito –en gran medida independiente de la evolución monetaria en los sistemas financieros más complejos de los países avanzados– a su vez en muchos casos consecuencia de un proceso de súbita desregulación financiera<sup>11</sup>.

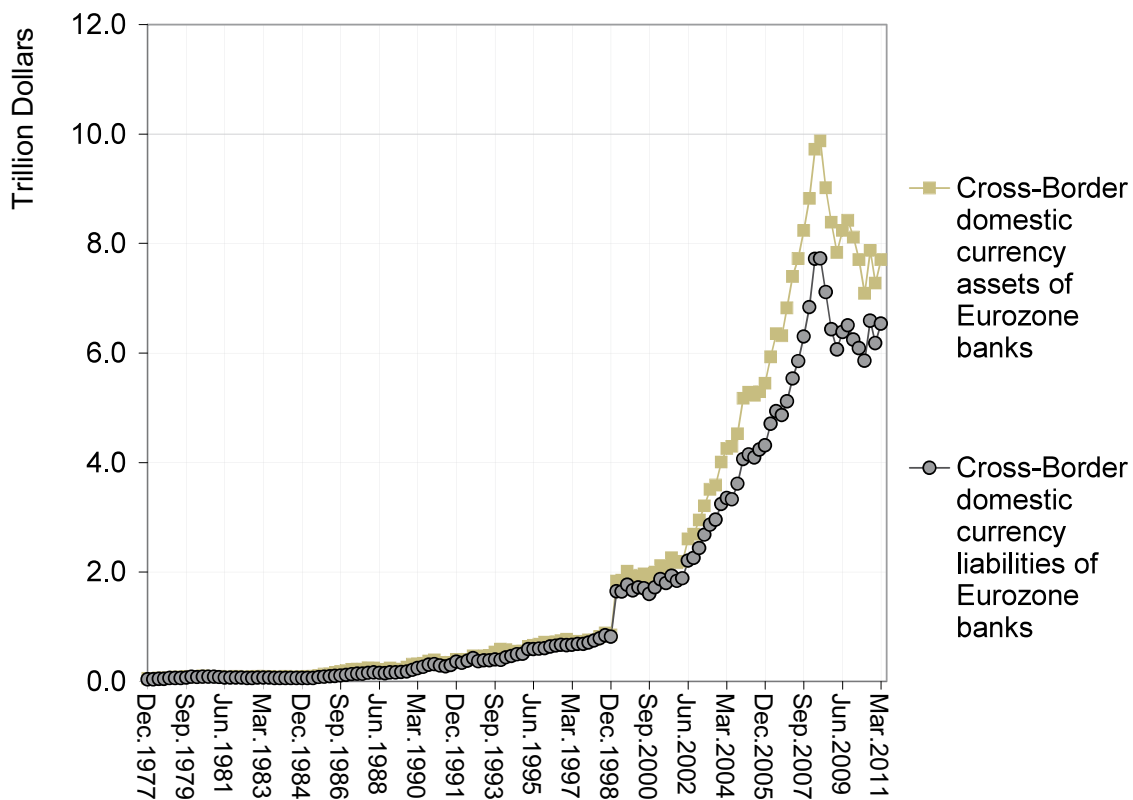
En realidad, el origen de las crisis se debe buscar en la era de la prosperidad. En eso insiste, con referencia más específica a la relación entre “centro” y “periferia”, Andrew G. Haldane, Director Ejecutivo para la Estabilidad Financiera del Banco de Inglaterra. Haldane dice que el problema no es el “*sudden-stop*” –la súbita parálisis del crédito que desencadena el colapso– del que hablara el argentino Guillermo Calvo, sino que las raíces de la crisis quedan echadas durante la prosperidad, cuando los ingresos superan por lejos la capacidad de absorción de los mercados de capital de los países receptores,

lo que denomina el problema del “gran pez en el pequeño estanque” (the *big fish, small pond problem*)<sup>12</sup>.

Más en general, otros autores encuentran en un ciclo de los bancos de “apalancamiento” –la multiplicación de la relación activos con respecto al capital propio– y “desapalancamiento” –el proceso inverso– el origen de los ciclos financieros así como de las variaciones del flujo y reflujo de financiamiento dominado por el comportamiento de los bancos hacia los países de la “periferia”<sup>13</sup>.

En el caso de la eurozona se puede verificar, como lo muestra el Gráfico 15, un crecimiento explosivo de activos y pasivos de los bancos europeos en su propia moneda, el euro, en particular a partir de 2003. En el Gráfico 16 se puede observar la interconexión que así quedara establecida entre los sistemas financieros de los distintos países.

**Gráfico 15**  
**Expansión de activos y pasivos transfronterizos en euros de bancos de la eurozona**



Fuente: Hyun Song Shin, “Global Banking Glut and Loan Risk Premium”, 2011 Mundell-Fleming Lecture, Monetary, enero de 2012, p. 40, grafico 26, disponible en [http://www.princeton.edu/~hsshin/www/mundell\\_fleming\\_lecture.pdf](http://www.princeton.edu/~hsshin/www/mundell_fleming_lecture.pdf).

### 3. ¿Crisis de los deudores o crisis de los acreedores (y ninguna de ellas crisis del euro)?

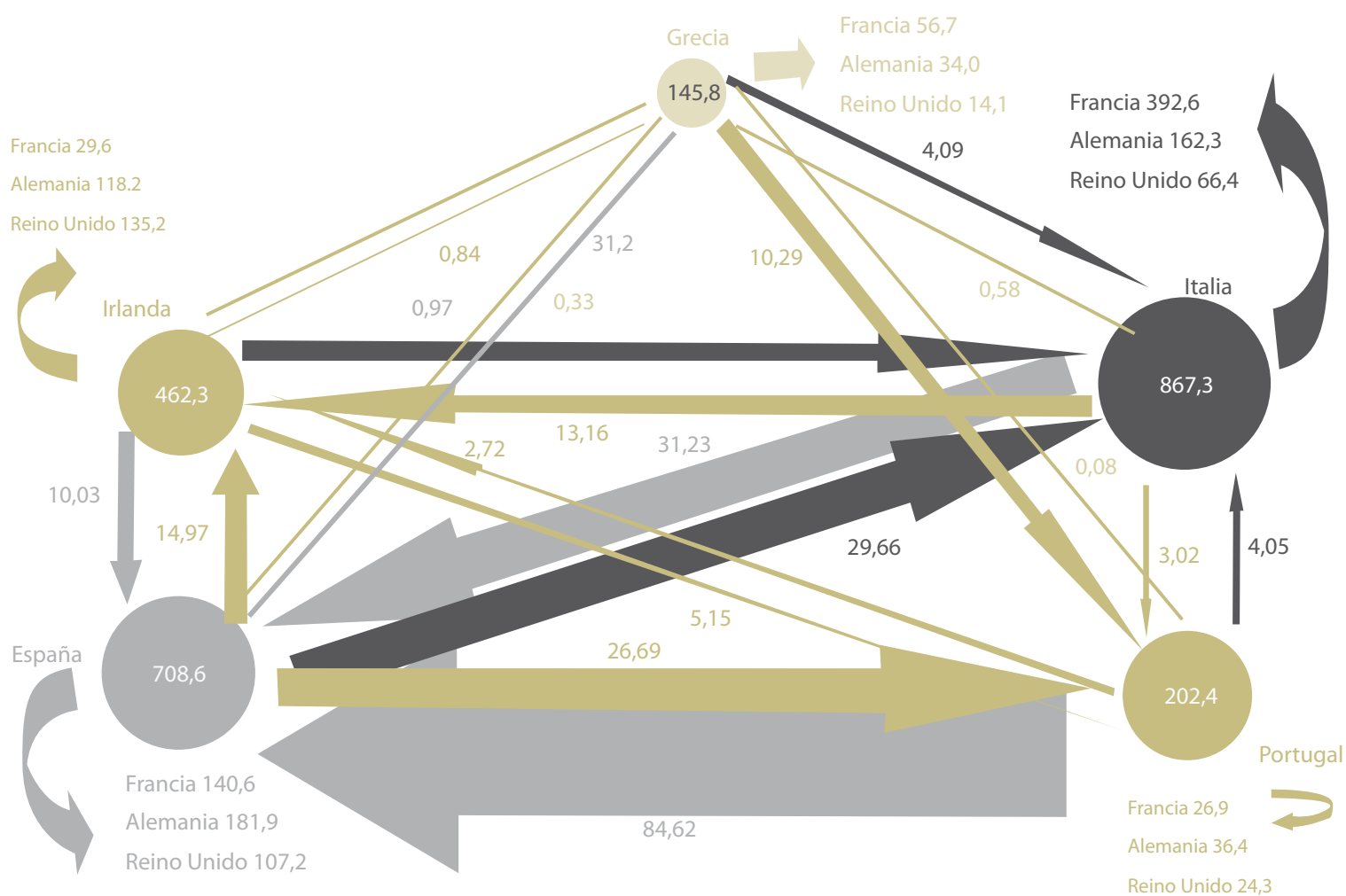
La consecuencia de tal trama era que, a fines del año 2009, los préstamos de los bancos comerciales de los países “centro” de la eurozona a deudores residentes en los países de la “periferia” representaban algo más del 24% del PBI de esos países “centro”, como se puede ver en el Cuadro 5, originado en el “Global Financial Stability Report” del FMI de octubre de 2012. Esto es, que un recorte en esas acreencias sería equivalente a varios puntos del PBI de esos países y, multiplicadamente, de sus presupuestos fiscales, de ser necesario socorrer a los bancos implicados para evitarles serios problemas. Además se puede observar cómo esas acreencias disminuyeron rápidamente para ser sustituidas y ampliadas por préstamos originados

en el sector público.

La circunstancia descrita ya había conducido al FMI a estimar sus consecuencias directas e indirectas (“*spillover effects*”) en la edición de ese mismo informe correspondiente a septiembre del año 2011.

Por la sola “exposición” al riesgo soberano, como lo comenta el mismo informe del FMI, en el Gráfico 17 se puede observar que el 22% de los bancos de la Unión Europea (UE), que poseían el 12% de todos los activos bancarios, caían en la zona en la que el resultado directo e indirecto de esa “exposición” a los países de la “periferia” más Bélgica –que registra un alto porcentaje de deuda con respecto a su producto– superaba el 50% de su capital (por “riesgo soberano” se entiende la deuda de los gobiernos) o sea que ponía a esas entidades en serio peligro de subsistencia. En el Gráfico 18, se cuantifica

**Gráfico 16**  
**Exposición de bancos a economías periféricas de la eurozona**  
 (miles de millones de dólares)



Fuente: Subgerencia General de Investigaciones Económicas del Banco Central de la República Argentina.

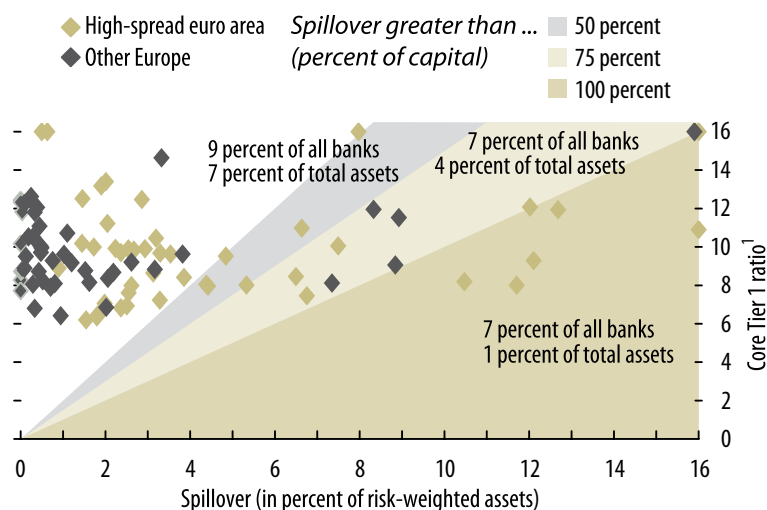
**Cuadro 5**  
**Compromisos del resto (“centro”) de la eurozona con España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal (“periferia”)**

	Diciembre de 2009	Septiembre de 2012
Total	1666	2221
Deuda con el BCE	275	859
SMP	0	209
ESFS/EFSM	0	301
Deuda con bancos privados	1391	852
PIB de los países “centro” a precios corrientes	5660,20	6229,60
Deuda con bancos privados con respecto al PIB de los países “centro”	24,6%	13,7%

Fuente: para préstamos a los países de la “periferia”, ver IMF-GFSR, septiembre de 2012, Ch. 1, Graph 1.7; para cifras sobre PIB de los países del “centro”, ver IMF-WEO, Database, septiembre de 2012.

Gráfico 17

Distribución de ‘derrames’ (*spillovers*) desde países de la zona euro con títulos de deuda soberana con *spread* elevado hacia bancos europeos



Source: IMF staff estimates.

Note: For presentational purposes, the cutoff points for capital ratios and spillovers are 16 percent. The high-spread euro area countries are Belgium, Greece, Ireland, Italy, Portugal, and Spain. Data are based on sample of 90 EU banks in EBA 2011 stress test.

<sup>1</sup>Includes core Tier 1 capital at end-2010, actual equity raising in Jan–Apr 2011, and commitments for equity raisings made by April 2011.

Fuente: International Monetary Fund, “Global Financial Stability Report”, septiembre de 2011, p. 22.

—siempre aproximativamente— que el agujero a enfrentar por esas instituciones llegaba a 200.000 millones de euros, sólo originado en riesgo soberano, para alcanzar los 300.000 millones de incorporarse el sector bancario (y a cifras todavía mayores de incluirse el endeudamiento del sector privado no-financiero).

En estas circunstancias, la crisis, supuestamente de los deudores, se convierte en una crisis de los acreedores, como ya ocurriera en los '80 con los grandes bancos de Estados Unidos comprometidos por sus carteras en los países endeudados, principalmente latinoamericanos.

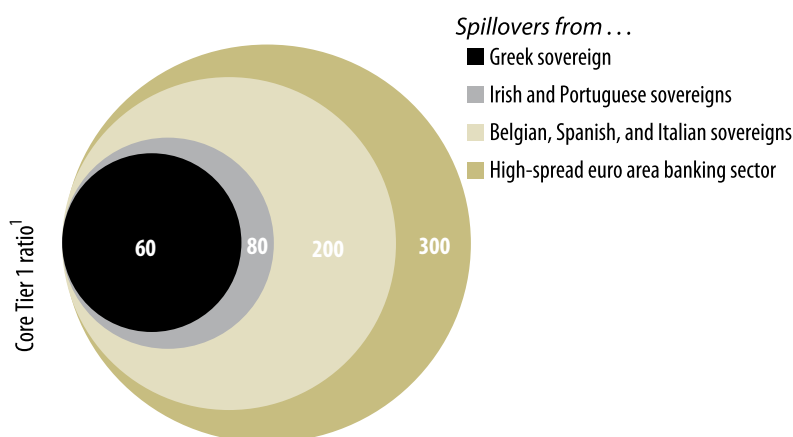
Y, al ser los acreedores, al menos algunos de ellos, entidades de gran tamaño, el problema se complica por la dificultad de generar un “salvataje” de enormes magnitudes, esto es, el asunto se combina con el rudo problema de aquellas entidades “*too-big-to-fail*” (demasiado grandes para permitir que se caigan) y es esta preocupación, sin duda, la que ha informado la actitud que muchos gobiernos del “centro” han tomado frente al “momento minskyano” del colapso de la “burbuja” especulativa. Al no haberla frenado en su momento por medio de medidas de supervisión por parte de sus autoridades regulatorias, en la crisis se encuentran súbitamente con la dificultad de “salvar” a los bancos con casas matrices en sus territorios. Y, por supuesto, la “responsabilidad”, al menos aquella que se ventila públicamente, es exclusivamente de los deudores calificados de “irresponsables” y no de los serios bancos que prestaron a esos deudores ni mucho menos de las autoridades de supervisión bancaria de los países “centro” que podrían, bajo el Pilar II de las normas de Basilea II, haberlos disuadido de continuar prestando sin límites.

#### 4. El carácter macroeconómico de la crisis: “centro” versus “periferia”

Pero el asunto va más allá del problema de las instituciones acreedoras altamente comprometidas y de las modalidades para superar esta circunstancia. Al nivel macroeconómico, los movimientos financieros transfronterizos terminan instaurando un complejo de relaciones de economía a economía con algunas características

Gráfico 18

‘Derrames’ (*spillovers*) acumulativos desde países de la zona euro con títulos de deuda soberana con *spread* elevado hacia el sistema bancario de la Unión Europea



Source: IMF staff estimates.

Note: The size of the circles is proportional to the size of the spillover. Includes banking systems in 20 European Union countries. The high-spread euro area countries are Belgium, Greece, Ireland, Italy, Portugal, and Spain. Figures are rounded to the nearest 10 billion euros.

Fuente: International Monetary Fund, “Global Financial Stability Report”, septiembre de 2011, p. 21.

específicas en el caso de las relaciones entre aquellas del “centro” y las de la “periferia”.

El fenómeno, una vez más, era conocido y había sido analizado en el caso de las crisis de las “economías emergentes”, a saber, que en un contexto de alta liberalización de los movimientos de capital, la estabilidad de los tipos de cambio (en el caso de la eurozona total porque se trataba de una moneda única) induce a una alta exposición al riesgo por parte de las instituciones acreedoras convencidas que no habría riesgo cambiario para recuperar sus préstamos mientras, que por el otro lado, los rendimientos de esos préstamos a la “periferia” eran mucho más atractivos que los que se podían obtener en los mercados propios.

Justamente, de las crisis de aquella “periferia” —de las de las “emergentes”— se había llegado a una conclusión y media. Una, que fue la de abandonar los tipos de cambio fijos y al dejar que fluctuaran, desalentar los préstamos externos a deudores de esos países. La media, porque no fue totalmente adoptada ni entonces ni incluso ahora mismo, es que es necesario administrar con enorme cuidado los ingresos e incluso los egresos de capitales para evitar los ciclos de auge y colapso originados en el “centro” pero de gravedad inusitada por el “estancamiento pequeño” en los países “periféricos”<sup>14</sup>.

Son innumerables los casos que muestran la inestabilidad de la apertura al financiamiento externo para los países “periféricos” que desencadenan procesos especulativos, sobrevaluación “real” de sus tipos de cambio —una apreciación de los tipos de cambio nominales no acompañada de una inflación igualmente menor a la de los países con los que más se comercia— sin resultar en mayor efecto positivo sobre las inversiones reales sino, por lo contrario, más bien alentar un auge del consumo, hasta el punto que en muchos trabajos se concluye que el recurso al financiamiento externo no es en modo alguno favorable para el crecimiento<sup>15</sup>.

Es ahí donde la perspectiva de las economías emergentes arroja luz sobre lo ocurrido con las “periféricas” de la eurozona. A saber, la libertad total de movimientos de capitales dentro de esa zona, con la presencia de tipos de cambio nominales fijos —en realidad igual moneda— no podía sino resultar en procesos de especulación en activos

mobiliarios e inmobiliarios, en un aliento al endeudamiento público y privado por la disponibilidad de financiamiento abundante y a costos desusadamente bajos para las circunstancias habituales de esas economías, con el consiguiente crecimiento de la demanda interna.

Tales procesos dan lugar a presiones inflacionarias, a aumentos salariales y al auge de los sectores de productos y servicios no-comercializables al generarse una apreciación real disimulada bajo la apariencia de la moneda única (en realidad, la presencia de múltiples unidades de cuenta con precios muy diferentes para los mismos productos y servicios). Es en tales circunstancias en las que se genera un retraso en la “competitividad”. Ese retraso que, por lo tanto, es consecuencia y no causa del déficit externo.

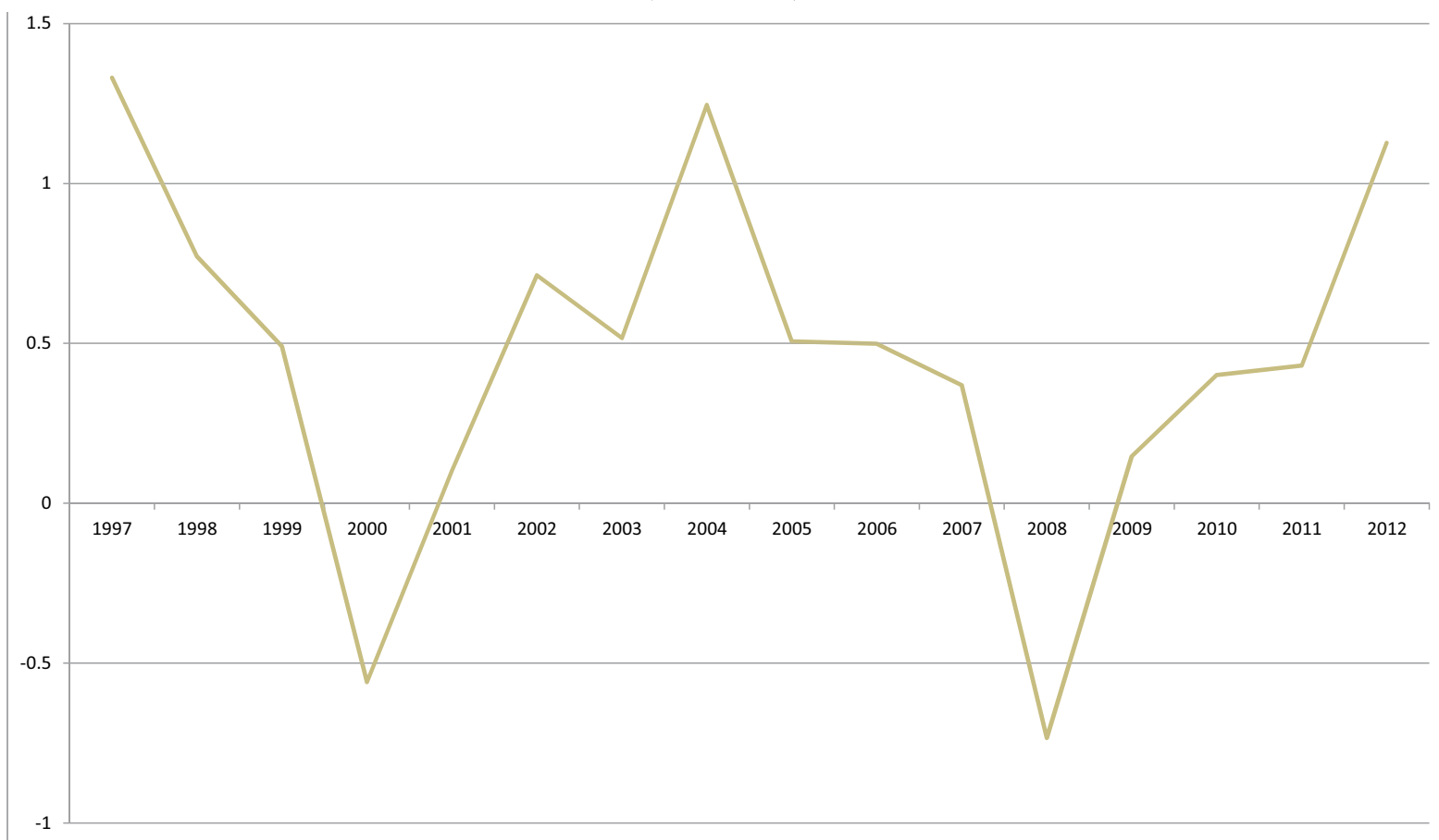
En ese sentido, la eurozona –o la UE– puede visualizarse como

una economía mundial a escala reducida ya que registra un balance de pagos con el resto del mundo que con variaciones reducidas se ha mantenido básicamente nulo con respecto al volumen de su PBI, como puede verificarse en el Gráfico 19<sup>16</sup>.

En ese mini-mundo de la zona euro –nada menos que la segunda economía en tamaño altamente financierizada y desregulada– de finanzas “liberalizadas”, sin restricción alguna a los movimientos de capital, a la luz de lo que hoy se sabe, claramente, acerca de la globalización financiera desregulada mundial, no podía esperarse algo distinto de lo ocurrido.

Las relaciones “centro-periferia” vendrían dominadas por los movimientos financieros y sus conocidos ciclos. Habría un ciclo de “auge” –o “manía”– estimulado por la diferencia de rendimientos

**Gráfico 19**  
**Eurozona. Balance en cuenta corriente**  
**(en % del PBI)**



Fuente: International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database*, septiembre de 2012. Elaboración propia.

a obtener en los países de la “periferia”, seguida de un “pánico” –la advertencia de cifras de endeudamiento excesivas en un contexto en el que el contagio de la crisis desde los Estados Unidos ponía en tensión al sistema bancario europeo y provocaba una búsqueda de liquidez y “desapalancamiento” –que gracias a la intervención tardía pero masiva de los gobiernos en ambas puntas de las relaciones financieras no ha, al menos todavía, terminado en un “colapso” (un *krach*).

Las economías “periféricas” se encuentran súbitamente ante la necesidad de eliminar sus déficits externos para más bien generar un superávit que les permita hacer frente al servicio de las obligaciones acumuladas con instituciones financieras radicadas en los países del “centro”, debido a la “cesación de créditos”.

Pero este ciclo financiero no afecta solamente a los países “periféricos”, aunque las oleadas en los “pequeños estanques” sean más vigorosas. También los países del “centro” se ven afectados por el estallido de la burbuja de colocaciones en los otros países. La burbuja de la “periferia” resultaba en una salida para las exportaciones

y, por ejemplo, para Alemania, todavía en 2011, casi el 60% de sus exportaciones se dirigía al resto de la UE y sólo el 6% a China, de la que tanto se ha hablado. De forzarse a los países de la “periferia” a reducir sus déficits para hacer lugar al pago de los servicios de su deuda con acreedores externos, esas exportaciones sufrirán en una magnitud que difícilmente pueda ser compensado por un aumento de las que se dirigen hacia China<sup>17</sup>.

La confusión entre intereses particulares e intereses generales conduce a hablar de países acreedores y países deudores, cuando tanto de un lado como del otro se trata de entidades financieras o empresas no financieras y, en algunos casos, de gobiernos de algunos de los países “periféricos”.

Esa confusión, a su vez, lleva a un análisis de países excedentarios contra países deficitarios, cuando, en realidad, se trata de movimientos de los bancos conducidos por sus ciclos de mayor o menor “apalancamiento”, de mayor asunción de riesgos, que desatan procesos especulativos que, en muchos casos se apoyan sobre exce-

[...] a nivel de la UE no ha sido el endeudamiento público el que ha crecido durante el período de auge del ciclo especulativo, sino la deuda privada, en particular, la de los bancos y la de las empresas no financieras.

dentes de los países en los que se ubican sus casas matrices –pero no necesariamente, como se puede verificar en los casos de dos grandes países como Estados Unidos y Gran Bretaña– y que con su inundación de créditos terminan alentando un déficit externo en los países receptores vía efectos ingreso-riqueza –alta disponibilidad de recursos y valorización de activos mobiliarios e inmobiliarios– así como sobre precios y salarios por los aumentos de demanda generados por esos recursos llegados del exterior<sup>18</sup>.

Pero aún mirado desde el punto de vista de países superavitarios y de países deficitarios, se retorna a la discusión fundacional del FMI, cuando Keynes, acertadamente, insistía en que para que un país fuera deficitario, otro país tenía que ser superavitario y que no necesariamente la responsabilidad de esa circunstancia está en el primero, sino que puede obedecer a una política deflacionista del superavitario. A lo que se añade que, si este análisis se desmenuza en sus componentes, es aritméticamente obvio que si un país es superavitario, para que el mecanismo de pagos transfronterizos funcione, debe estar dispuesto a que se otorgue crédito al deficitario. De no ser así, el mecanismo se romperá, el deficitario se verá obligado a “apretarse el cinturón” y al no haber déficit de su parte no podrá haber superávit de la otra, con efectos negativos para ambas partes sobre su nivel de actividad.

Como ya lo dijera Joan Robinson al comentar los dos planes de creación del FMI, el Plan White y el Plan Keynes, para bautizarlos en forma simplificada: “La regla básica del sistema del patrón oro, o de cualquier sistema de comercio internacional multilateral con tipos de cambio estables, es que el país que tiene un saldo favorable de comercio en su cuenta corriente debe prestar al exterior, a largo plazo, por volúmenes más o menos equivalentes; alternatively, un país cuyos ciudadanos y su gobierno no están dispuestos a prestar al exterior no deben tener un superávit en cuenta corriente [...] (de lo contrario) un fuerte y continuo desequilibrio generaría una tensión sobre el sistema que le sería imposible de aguantar”<sup>19</sup>.

## 5. Las políticas frente a la crisis: la “puerta giratoria”, la “austeridad” y su fracaso

Las políticas frente a la crisis de fin de la burbuja especulativa de la finanzas internacionales desreguladas han partido de un diagnóstico errado aunque, quizás, eficaz para servir a algunos intereses y visiones de intereses bien específicos.

Como se ha tratado de analizar, la crisis se ha originado en la actividad desenfrenada del sistema bancario, en particular, el de los países del “centro” de la UE, en la búsqueda de mayores rendimientos que los que podían obtener en sus mercados. La liberalización de los sistemas financieros, la libertad de movimientos de capitales y la instauración de la moneda única han reproducido dentro de la eurozona fenómenos ya conocidos al nivel mundial en las relaciones “centro-periferia”.

En cambio, las políticas aplicadas –y hasta el momento aceptadas– le han endilgado la responsabilidad a un excesivo endeudamiento –recuérdese que no hay endeudamiento excesivo que no se vea acompañado de un otorgamiento de crédito excesivo– de los países “periféricos”, en particular de sus gobiernos y, más en general, de todos los países de la UE. En la opinión de Paul De Grauwe, el eminente economista belga, ex presidente de la Asociación Internacional de Economistas, en algún momento diputado en su país y actualmente profesor de la *London School of Economics*, preci-

samente, “una crisis de deuda pública está devastando la eurozona [...]. El culpable es un dispendioso sector bancario que ha terminado generando tensiones sobre unas finanzas públicas que de otro modo habrían sido administrables”<sup>20</sup>.

Y, por lo tanto, los gobiernos debían comprometerse a reducir drásticamente y velozmente el déficit fiscal que, en muchos casos, se originaron en el esfuerzo fiscal de “salvataje” bancario (entre los países “periféricos” seriamente cuestionados, ni España ni Irlanda se caracterizaban por déficit fiscal ni por una deuda pública de grandes proporciones) que a nivel de la eurozona alcanzó el 18% de su PBI, en Gran Bretaña el 74% y, si se incluye a los Estados Unidos, llega al monto de US\$14 billones (millones de millones) o sea, a un cuarto del PBI mundial; en palabras de Piergiorgio Alessandri y Andy Haldane, del Banco de Inglaterra, “existe una diferencia crucial entre la situación de hoy en día y la de la Edad Media. En aquel entonces, el mayor riesgo para los bancos se originaba en el soberano. Ahora, quizás, el mayor riesgo para el soberano proviene de los bancos. La causalidad se ha invertido”<sup>21</sup>.

Por cierto, como lo muestra el Gráfico 20, a nivel de la UE no ha sido el endeudamiento público el que ha crecido durante el período de auge del ciclo especulativo, sino la deuda privada, en particular, la de los bancos y la de las empresas no financieras.

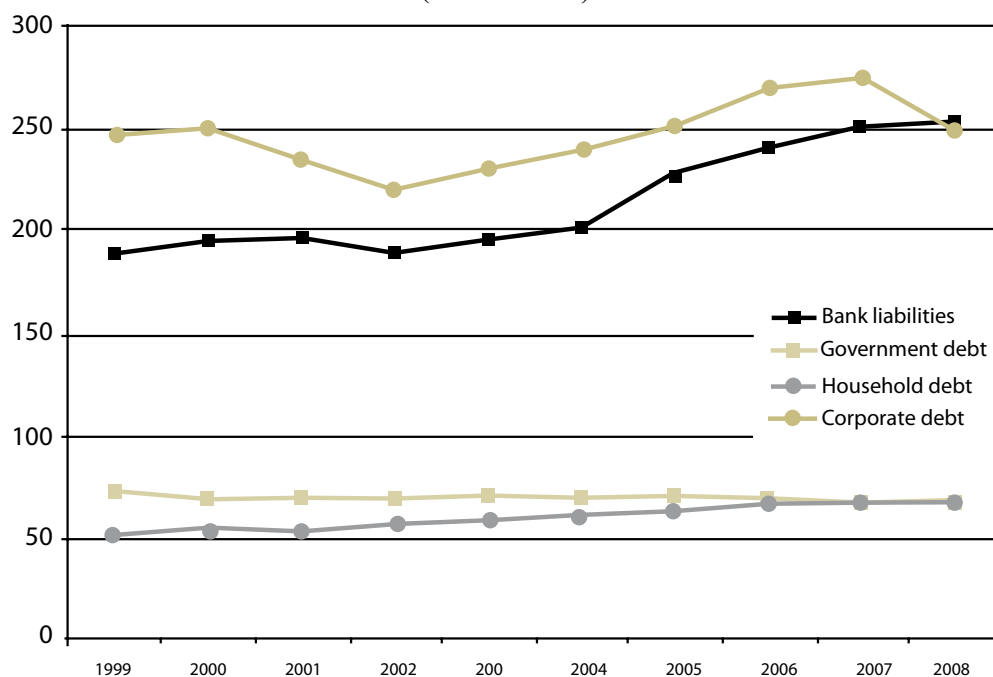
El foco en que el problema se originaba en el excesivo endeudamiento público como resultado de un abultado gasto gubernamental ha dado como resultado la promoción de las políticas de “austeridad”, léase del recorte del gasto público. Y la consecuencia de esas políticas, santificadas en nuevos instrumentos jurídicos de la UE o de la eurozona –eliminación del déficit fiscal a la vuelta de unos pocos años– y/o por los compromisos que han sido impuestos a los países que están recibiendo fondos públicos, no ha sido otra que la recesión de toda la zona, que se manifiesta en la forma más aguda en países como Grecia o España, donde la desocupación afecta a más de un cuarto de la población<sup>22</sup>.

El resultado de la recesión o, en varios casos, de caída significativa del nivel de actividad, es que, en realidad, los coeficientes deuda/producto, o sea el peso de la deuda sobre las economías de esos países, no ha hecho sino aumentar porque el producto disminuye. Lo curioso es que la justificación de esas políticas es que son las que “los mercados” exigen para proveer financiamiento y reducir las tasas de interés, los “márgenes” (*spreads*) por encima de lo que pagan los países con menos deuda y con un sector bancario bajo control, aunque muchas veces, en este terreno, a costa de disimular el verdadero valor de sus carteras.

Sin embargo, como lo demuestra el profesor De Grauwe con otra colaboradora, se puede verificar que los márgenes que “los mercados” comenzaron –y continúan– cobrando difícilmente pueden justificarse por razones de fondo –por ejemplo, por la relación deuda/producto– sino, esto en mis palabras y no las del profesor de Grauwe, por el surgimiento del *Minsky moment* el momento en el que los agentes de los mercados, súbitamente, deciden que el proceso especulativo no puede seguir su curso: “[...] un alto componente de los movimientos de márgenes desde 2010 en adelante han sido dominados por el ‘sentimiento’ de los mercados”<sup>23</sup>.

El otro puntal de las políticas ha sido el de la necesidad de instaurar “reformas estructurales”: se trata, en realidad, básicamente de la eliminación de una parte significativa de la legislación del trabajo acompañada de un recorte de los servicios sociales –del “estado de bienestar”– así como la privatización de empresas públicas y, más en general, el imperio del mercado y el retiro de la intervención pública

**Gráfico 20**  
**Deudas privadas y públicas en la eurozona**  
**(en % del PBI)**



Source: European Commission, AMECO, and CEPS

Fuente: Paul De Grauwe, "Fighting the wrong enemy", Voxeu [portal web del Centre for Economic Policy Research, CEPS], 19 de mayo de 2010. Disponible en: <http://www.voxeu.org/article/europe-s-private-versus-public-debt-problem-fighting-wrong-enemy>.

en la economía. De este modo, se afirma, los países recuperarían "competitividad" con lo que lograrían salir de su crisis, supuestamente, de endeudamiento, al pasar a generar significativos superávit externos así como fiscales. Y, dado que se trata de países que han adoptado la moneda única, su manera de alcanzar esa "competitividad" sólo podría alcanzarse con una reducción de precios y salarios –la llamada "devaluación real"– así como por un salto de productividad. En realidad, un estudio reciente de la banca Goldman Sachs ha estimado que la magnitud de esas "devaluaciones reales" que deberían atravesar los países para recuperar competitividad serían del orden del 50% para Grecia, 30% para España, 20% para Francia y 15% para Italia, lo que implicaría cerca de una década entera de "ajustes", con sus duras consecuencias sociales, para los tres últimos, y una eternidad para Grecia<sup>24</sup>.

En cuestiones de competitividad –como ya se ha explicado, se trata de los efectos de un excesivo ingreso de capitales que ha inflado la economía de los países "periféricos"– su búsqueda vía la combinación de "austeridad" y de "reformas estructurales", no hace sino postergar el problema y está hundiendo a la economía europea en una recesión generalizada, en una deplorable crisis de alta desocupación y recorte de ingresos y servicios sociales que encuentra manifestaciones cada vez más preocupantes en el terreno político.

En eso, la propuesta se asemeja a los intentos de la Argentina a fines de los '90 cuando, atado el tipo de cambio del peso al dólar estadounidense, no podía recuperar "competitividad" por medio de una devaluación nominal del peso. Entonces, a partir del segundo trimestre de 1998, se inició un proceso de reducción del PBI y de aumento de la desocupación –entre ese trimestre y el primero de 2002 la reducción acumulada fue de 28% y la desocupación superó también más del 20% de la fuerza de trabajo– acompañado de una lenta caída de precios. Y, también, desde comienzos de 2001, enfrentada una huída de fondos hacia el exterior, se pretendió atacarla con el apoyo de algunos recursos del FMI pero, sobre todo, con el sagrado compromiso de alcanzar un déficit fiscal cero. Y así, como está ocurriendo en muchos países europeos, se produjo una espiral descendente entre caída de gasto público y reducción del PBI con lo

que, afectada la recaudación, el déficit no se cerraba y el peso de la deuda aumentaba.

En realidad, lo que está en juego no es ni los déficits fiscales –en algunos casos bienvenidos como forma de sostener el nivel de actividad económica frente a la caída del gasto privado– ni la falta de competitividad a ser curada por las "reformas estructurales".

Lo que está en juego a nivel microeconómico es una crisis de los bancos acreedores apremiados en recuperar –como, en parte, hemos visto que lo han logrado– sus préstamos y, a nivel macroeconómico, la necesidad de dominar los efectos perversos de los movimientos financieros liberalizados dominados por la actividad bancaria, entre otras cosas –como en la opinión de la profesora Joan Robinson– previendo movimientos compensatorios para zanjar las tensiones generadas por los superávit persistentes.

Lo que no puede dejar de subrayarse es que los préstamos que condujeron al auge –para, una vez pinchada la burbuja especulativa, convertirse en montos de deuda impagable– eran préstamos otorgados por bancos, en su mayoría privados. Si es que el volumen de esos préstamos fue excesivo, las entidades que los otorgaron son tan o más responsables que los que los recibieron. El problema de su incobrabilidad, por lo tanto, es un problema de esas instituciones. Claro está, que dado como se ha visto el enorme porte de esas entidades, se trata, en forma multiplicada, de un problema análogo al que se debió enfrentar en 1982 en los Estados Unidos con respecto a la "exposición" de sus grandes bancos a la deuda de los países latinoamericanos. En aquella oportunidad, el Secretario del Tesoro fue rápidamente sustituido cuando sostuvo, como se acaba de decir, que se trataba de un problema entre privados, acreedores y deudores.

El hecho de que los gobiernos donde se asientan sus casas matrices hayan salido a asumir como organizadores de programas de gestión de la crisis, esconde que no era toda la población de esos países del "centro" la que estaba involucrada. No se trataba de préstamos de país a país ni de una eficiente movilización de los ahorros de sus propias economías, de sus empresas y sus familias, hacia otras economías menos "virtuosas" ya que, por ejemplo, en casos como el de Gran Bretaña se trataba de países que no contaban con



Acertado pero insuficiente, las reglas –tan bien pensadas– no eran las adecuadas para enfrentar crisis originadas en el sector privado y, en particular, en el sector financiero privado. Por lo contrario, las reglas y las políticas de los gobiernos alentaron [...] al “culpable que es el dispendioso sector bancario privado” y la brigada de bomberos ha estado lejos de castigar a ese verdadero culpable y a los que le dieron rienda suelta.

un superávit externo<sup>25</sup>. Los bancos cuya casa matriz se aposentaba en esos países no necesariamente necesitaban que el país fuera externamente superavitario. Podían financiarse, y así lo hicieron con recursos tomados en el mercado internacional<sup>26</sup>. Una vez más, se olvida, habitualmente, que, por lo tanto, la crisis en Europa – así como la de EE.UU. a partir de 2007 – no se originó en el terreno fiscal sino en la excesiva expansión de la banca privada que al salir a ser “salvada” por sus gobiernos los obligó a endeudarse como no lo estaban antes de la crisis.

Entonces, no puede dejar de subrayarse que intereses privados –los de los grandes bancos– fueron asumidos como intereses generales de los países del “centro” por lo que convocaron todos los esfuerzos de sus gobiernos.

Eso sí, en vez de sólo salir a socorrerlos directamente, cosa que en parte hicieron –recordemos los 14 billones (millones de millones) otorgados– utilizaron, además, la “puerta giratoria” vía los países de la “periferia” para hacerles llegar fondos oficiales. Lo que estos países reciben con una mano, inmediatamente es utilizado –añadido a recursos propios– para con la otra pagar el servicio de las acreencias de aquellas instituciones. De los “*steering committees*” de los bancos acreedores de los años ’80, en combinación con el FMI y el todo comandado por la Secretaría del Tesoro de los EE.UU., se ha pasado, ahora, a la “Troika” de la Comisión Europea, el BCE y el FMI.

De esta manera se ha logrado con relativo éxito esconder –y confundir– que el problema radica en la irresponsabilidad de los grandes bancos acreedores –y de las autoridades de regulación financiera– y que los austeros ciudadanos de esos países “centro” deben ahora sacrificarse por aquellos que, se aduce sin apoyo en datos reales, trabajan pocas horas o nada, al ver cómo recursos fiscales son desviados hacia ese destino. No, esos austeros ciudadanos están contribuyendo con sus impuestos hoy, y con nuevo endeudamiento de sus propios gobiernos a ser pagados en el futuro, a “salvar” a los bancos de sus países de sus aventuras, altamente rentables durante el auge, en tierras “periféricas”<sup>27</sup>.

Como las sumas involucradas son enormes –y las ilusiones del regreso de “los mercados” a volver a financiar a aquellas tierras lejanas no deja de dominar las mentes “liberalizadas”– el otorgamiento de recursos oficiales para hacer funcionar la “puerta giratoria” es siempre insuficiente y esporádico. Frente a cada crisis específica, se termina configurando un nuevo programa de apoyo financiero. Y de ser considerado un problema exclusivamente “europeo” –y de verdad que los recursos no faltaban– se ha terminado incorporando al FMI al proceso.

El proceso de crisis sucesivas que aparecen y desaparecen en distintos países –mientras continúa el esfuerzo poco publicitado del “desapalancamiento” de los bancos acreedores bajo este sistema de “salvataje” intermediado por los países de la “periferia”–era el que en los años ’80 se denominaba el de “*muddling-through*” (chapotear en el barro), que ahora se llama “*kicking the can down the road*” (ir pateando el tarro de lata), o sea que el problema de la acumulación de deuda/créditos no termina por resolverse. Se va de crisis en crisis, con soluciones transitorias, que desde el inicio se sabían insatisfactorias, pero que permiten ir postergando “la hora de la verdad”, a saber, que esas acreencias bancarias deben ser canceladas en gran

medida, si no totalmente.

Eso sí, mientras que a los países donde se habían colocados los créditos se les exige, a cambio del otorgamiento de esos fondos que parcialmente contribuyen al “salvataje” de los bancos acreedores, el reducir su gasto y reestructurar sus economías, sociedades y hasta sus sistemas políticos, los bancos acreedores, como ya hemos visto, van logrando gradualmente reducir su exposición.

Las políticas de austeridad son vigiladas de cerca y además de constituir de por sí una estrategia autodestructiva que no mejora la capacidad de pago de los deudores, el financiamiento oficial se otorga por “tramos” (*tranches*) lo que, además, agrega el efecto negativo de la enorme inestabilidad, ya que siempre el deudor está al borde del incumplimiento, lo que genera un ambiente de incertidumbre poco propicio al crecimiento.

El resultado obtenido hasta el momento es claramente negativo. La austeridad ha resultado en caídas del PBI casi perfectamente correlacionadas con la intensidad de la política de austeridad. Pero, además, a más austeridad le ha correspondido no solamente caída del PBI –desocupación y caída de ingresos– sino que ha redundado en mayores coeficientes de deuda con respecto al PBI<sup>28</sup>. El fracaso es rotundo y la prolongación de la crisis mucho más allá del breve lapso en el que se preveía comienza a avivar un debate académico –ya se ha visto la polémica acerca de la eficacia de la “austeridad” en sus propios términos casi contables de lograr reducir el endeudamiento público.

La moneda única –el euro– y la misma integración europea han sido reiteradamente puestas en el patíbulo como responsables de la crisis. Es cierto que de Maastricht en adelante y con la creación de un BCE carente plenamente de las funciones de “prestamista de última instancia” así como atado a la obsesiva meta de una inflación baja, los mecanismos de la UE y de la eurozona no estaban preparados para enfrentar una crisis de la globalización financiera desregulada.

De seguirse las reglas adoptadas, se pensaba, no podía haber una crisis porque las crisis sólo podían surgir del desmanejo fiscal y nunca del desmanejo del sector privado y mucho menos de esas poderosas instituciones, los bancos a los que se les otorgara cada vez más libertad de acción. En las simpáticas palabras del profesor De Grauwe:

[...] se puede decir que la eurozona había adoptado un conjunto de reglas muy bien pensadas para evitar incendios y, por lo tanto, se había decidido que no era necesario contar con brigadas de bomberos. Y cuando, finalmente, se decidió organizarlas, éstas se dedicaron a castigar a los que habían violado ese conjunto de reglas antes de concentrarse en apagar el incendio<sup>29</sup>.

Acertado pero insuficiente, las reglas –tan bien pensadas– no eran las adecuadas para enfrentar crisis originadas en el sector privado y, en particular, en el sector financiero privado. Por lo contrario, las reglas y las políticas de los gobiernos alentaron –como ya hemos citado antes, al “culpable que es el dispendioso sector bancario privado” y la brigada de bomberos ha estado lejos de castigar a ese verdadero culpable y a los que le dieron rienda suelta.

El error de diagnóstico y la adopción de la estrategia de la “puerta giratoria” para contribuir en forma indirecta a “salvar” a los bancos de los países del “centro”, así como el aprovechamiento

de la necesidad de recursos originada en el colapso de la “burbuja” financiera para imponer el desmantelamiento de conquistas sociales y políticas del último medio siglo, es lo que está arrastrando a la eurozona y a toda la UE a una recesión sin salida mientras que no cambian las políticas en curso.

La insistencia en el error y la falta de castigo a los verdaderos culpables, sin embargo, conduce a la pregunta sobre los verdaderos objetivos perseguidos. ¿Las políticas puestas en práctica supuestamente para resolver la crisis presente no serán el justificativo para un desmantelamiento más profundo que el que ya se venía produciendo en las últimas décadas de las instituciones económicas, sociales y políticas creadas en la posguerra para mejor administrar los aspectos más salvajes del capitalismo? La supervivencia de democracias plenas puede estar en juego.

## Notas

<sup>1</sup> Para una visión temprana de algunas de las limitaciones del euro en la forma en que fuera concebido, véase Graciela Molle y Arturo O’Connell, “El ‘euro’ y su impacto sobre la economía internacional”, en Sistema Económico Latinoamericano (SELA), *El impacto del euro en América Latina*, 1998.

<sup>2</sup> Nota del Coordinador Editorial [N.C.E.]: los cuadros y gráficos de este artículo se mantendrán en el idioma de su versión original (español o inglés, según el caso). Se traducen los títulos y se modifican las coloraciones del original.

<sup>3</sup> International Monetary Fund (IMF), “Global Financial Stability Report; Old Risks, New Challenges”, abril de 2013, Statistical Appendix, tabla 1, Selected Indicators on the Size of Capital Markets, 2011.

<sup>4</sup> Franklin Allen, Thorsten Beck, Elena Carletti, Philip Lane, Dirk Schoenmaker, Wolf Wagner, “Cross-Border Banking in Europe: Implications for Financial Stability and Macroeconomic Policies”, Centre for Economic Policy Research, London, 2011.

<sup>5</sup> McKinsey Global Institute, *op. cit.*, p.27. La instauración de la Licencia Bancaria Única, en 1989, bajo la Segunda Directiva Bancaria, así como la creación del euro, constituyeron fuerzas decisivas para el surgimiento de un mercado bancario unificado en la Unión Europea que, además, se vio potenciado por las fusiones transfronterizas; véase F. Allen, T. Beck, E. Carletti, P. Lane, D. Schoenmaker, W. Wagner, *op. cit.*, pp. 2-3.

<sup>6</sup> Sobre el caso de Suecia véase, por ejemplo, Lars Jonung, “The Swedish model for resolving the banking crisis of 1991-93. Seven reasons why it was succesful”; DG ECFIN, European Commission, 19 de febrero de 2009 y, para el caso más general de las crisis nórdicas, *Id.*, “Lessons from Financial Liberalisation in Scadinavia”, en *Comparative Economic Studies*, n. 0, 2008, pp. 1-35; disponible en: [http://miha.ef.uni-lj.si/\\_dokumenti3plus2/193031/ces200834.pdf](http://miha.ef.uni-lj.si/_dokumenti3plus2/193031/ces200834.pdf).

<sup>7</sup> Para una historia de las crisis financieras desde hace varios siglos atrás se puede consultar Carmen M. Reinhart, Kenneth Rogoff, *This Time is Different*, Princeton, Princeton University Press, 2009 y Charles Kindleberger *Manias, Panics and Crashes; A History of Financial Crises*, Basingstoke, The Macmillan Press, 1978.

<sup>8</sup> Véase Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, 1986; con respecto a la visión de los ciclos puede verse también *Id.*, “The Financial Instability Hypothesis”, Working Paper n. 74, Levy Economics Institute of Bard College, mayo de 1992; disponible en: <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>. En este último texto, se puede leer que “[...] from time to time, capitalist economies exhibit inflations and debt deflations which seem to have the potential to spin out of control. In such processes the economic system’s reactions to a movement of the economy amplify the movement –inflation feeds upon inflation and debt-deflation feeds upon debt-deflation. Government interventions aimed to contain the deterioration seem to have been inept in some of the historical crises”.

<sup>9</sup> Sobre los efectos particularmente agudos y prolongados de las

crisis financieras, ver C.M. Reinhart, K. Rogoff, “The Aftermath of Financial Crises”, National Bureau of Economic Research Working, Paper n.14656, enero de 2009.

<sup>10</sup> Véase, por ejemplo, Claudio Borio, William White “Whither Monetary and Financial Stability; The Implications of Evolving Policy Regimes”, Bank for International Settlements Working Papers, n. 147, febrero de 2004; disponible en: <http://www.bis.org/publ/work147.pdf>.

<sup>11</sup> Moritz Schularick, Alan Taylor, “Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008”, en *American Economic Review*, vol. 102, n. 2, abril de 2012, pp. 1029-61.

<sup>12</sup> “The seeds of emerging market crises are sown in the build-up phase, as inflows dwarf the absorptive capacity of recipient countries’ capital markets. Capturing that dynamic requires a different metaphor –the “Big Fish, Small Pond” (BFSP) problem. The Big Fish here are the large capital-exporting, advanced countries. The Small Ponds are the relatively modest financial markets of capital-importing emerging countries. Past experience suggests that as big fish enter the small pond, this can cause ripples right across the international monetary system, never more so than in today’s financially interconnected world”, en “The Big Fish, Small Pond Problem”, Speech at the Institute of New Economic Thinking (INET) meeting at Bretton Woods, 9 de abril de 2011.

<sup>13</sup> Véase, por ejemplo, Galo Nuño y C. Thomas “Bank Leverage Cycles”, European Central Bank, Working Paper series, n. 1524, marzo de 2013; como también, Hyun Song Shin “Global Banking Glut and Loan Risk Premium”, enero de 2012 y Valentina Bruno and H.S. Shin, “Capital Flows, Cross-Border Banking and Global Liquidity”, marzo de 2012.

<sup>14</sup> Últimamente, el mismo Fondo Monetario Internacional ha reconocido lo que siempre estuvo inscripto en su Acuerdo Constitutivo, a saber, la atribución de imponer controles al movimiento de capitales –para evitar esos aspectos negativos de los ingresos de financiamiento externo, aunque pretenda “condicionarlo” (ver IMF, “The liberalization and management of capital flows: an institutional view”, 14 de noviembre de 2012, que fuera aprobado por su Directorio Ejecutivo) lo que ha suscitado la crítica de, entre otros, Kevin P. Gallagher de la Universidad de Boston, por el no reconocimiento de la importancia de mantener un sistema permanente de administración del ingreso de capitales dado sus efectos negativos hacia la apreciación de los tipos de cambio, sobre los procesos especulativos y la escasa contribución a las inversiones sino más bien a la expansión del consumo; ver K. P. Gallagher, “The IMF’s New View on Financial Globalization: A Critical Assessment”, The Fredrick S. Pardee for the Study of the Longer-Range Future, Issues in Brief, diciembre de 2012; véase también *Id.*, “Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development”, proveniente de una “Pardee Center Task Force” co-presidida por el mismo Gallagher así como por Stephany Griffith-Jones y José Antonio Ocampo, en el que participaron, entre otros, Dani Rodrik, Gerald Epstein y Arvind Subramanian, marzo de 2012.

<sup>15</sup> Acerca de los efectos del ingreso de capitales sobre el crecimiento, una de las primeras contribuciones, ya en la década de 1990, fue la de Jagdish Bhagwati. En su “The Capital Myth: The Difference between Trade in Widgets and Dollars”, en *Foreign Affairs*, mayo-junio de 1998, sostenía que mientras en la profesión económica existe un consenso fundado en una elaboración de larga data acerca de las ventajas de la “liberalización comercial” no existía uno igual acerca de los de la “liberalización de la cuenta de capital”. Y proseguía para atacar al FMI por promover tal “apertura” como instrumento al que él denomina el “Wall Street-Treasury Complex”, expresión en la que se parafrasea la volcada en el discurso de despedida del Presidente Eisenhower, cuando puso en guardia a sus conciudadanos contra el “Military-Industrial Complex”. Contribuciones posteriores se originaron, varias de ellas, en el Departamento de Investigaciones del Fondo Monetario Internacional. Véase, por ejemplo, Eswar Prasad,

Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei y M. Ayhan Kose, “Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence”, International Monetary Fund, 17 de marzo de 2003, [disponible en: <http://www.imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.pdf>] en el que, para sorpresa (abiertamente expresada) de sus autores, después de analizar una multitud de trabajos sobre el tema, se llegaba a la conclusión de que no se podía decir que los ingresos de financiamiento externo fueran positivos para el crecimiento (Joseph Stiglitz en su “Capital Market Liberalisation, Globalisation and the IMF”, en *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 20, n. 11, 2004, al mismo tiempo que alabó la seriedad de este trabajo, no dejaba de subrayar que a partir de una teoría más actualizada sobre el funcionamiento del mercado financiero se hubiera podido llegar a igual conclusión de manera más directa). Algo después, en Eswar S. Prasad, Raghuram G. Rajan y Arvind Subramanian, “Foreign Capital and Economic Growth”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, noviembre de 2007, pp. 153-209 (originalmente un documento de ese mismo Departamento de Investigaciones del FMI del que Rajan, actualmente profesor de la Universidad de Chicago, era en aquel momento jefe), se llegaba a la conclusión de que, en realidad, los ingresos de financiamiento externo son negativos para el crecimiento. Joshua Aizenman también ha formulado importantes contribuciones sobre el tema mostrando que los países que han financiado su desarrollo con recursos propios registraron tasas más altas de crecimiento; ver, por ejemplo, Joshua Aizenman, “Financial Liberalisations in Latin America in the 1990s: An Assessment”, en *The World Economy*, vol. 28, n.7, julio de 2005, pp. 959-983.

<sup>16</sup> Al mismo tiempo, como se ha visto, tiene un sistema financiero –bancos, sobre todo– altamente interconectado con otras economías, entre otras, tanto en colocaciones como endeudamiento, con la de los Estados Unidos, lo que hizo llegar el contagio de la crisis de las hipotecas de mala calidad (las hipotecas “*sub-prime*”).

<sup>17</sup> Para estos datos se puede ver el “perfil” de Alemania en la “página” de la Organización Mundial de Comercio, en este caso los datos corresponden a septiembre de 2012.

<sup>18</sup> En algunos casos, los efectos sobre los saldos externos son más directos porque se trata de financiamiento de las exportaciones, entre otros de materiales militares, desde los países del “centro” hacia aquellos de la “periferia”.

<sup>19</sup> “The basic rule of the gold-standard game, or of any system of multilateral international trade with stable exchange rates, is that a country which has a favourable balance of trade on income account must lend abroad on long term at a more or less commensurate rate; alternatively, a country whose citizens and Government are not prepared to lend abroad must not have a surplus on income account [...] a large and continuous disequilibrium puts a strain upon the system which it cannot bear” [Traducción propia]; véase Joan Robinson, “The International Currency Proposals”, en *The Economic Journal*, vol. 53, n. 210/211, junio-septiembre de 1943, p. 161.

<sup>20</sup> Véase Paul De Grauwe, “Fighting the wrong enemy”, *Voxeu* [portal web del Centre for Economic Policy Research, CEPS], 19 de mayo de 2010: “A government debt crisis is ravaging the Eurozone. This column argues that its cause is misunderstood. The culprit is a profligate private banking sector that has put strain on otherwise manageable government finances” [Traducción propia].

<sup>21</sup> “[...] there is one key difference between the situation today and that in the Middle Ages. Then, the biggest risk to the banks was from the sovereign. Today, perhaps the biggest risk to the sovereign comes from the banks. Causality has reversed” [Traducción propia]; Piergiorgio Alessandri, Andrew Haldane “Banking on the State”, *Bank of England*, noviembre de 2009, p. 3. Las cifras sobre los montos del salvataje bancario en la eurozona, Gran Bretaña y los Estados Unidos provienen del cuadro 1 del Anexo a este trabajo.

<sup>22</sup> La reducción del gasto fiscal y de los déficit públicos por esa vía, desde el comienzo cuestionada por muchos comentaristas, se ha constituido en asunto de fuerte polémica en donde, incluso, ha terciado el mismo FMI y su Economista Principal, Olivier Blanchard,

frente a la opinión de los gobiernos europeos que se han convencido de la imperiosa necesidad de esas políticas de austeridad –para “calmar” a “los mercados”– e incluso de sus bondades a mediano plazo. En publicaciones recientes, han establecido que los conocidos “multiplicadores” del gasto fiscal –el efecto de modificaciones en ese gasto sobre el nivel de actividad económico– son mucho mayores que lo que se suponía y muy probablemente bastante mayor que uno. Como consecuencia, reducciones en el gasto originarían caídas proporcionalmente hasta mayores en el PBI, por lo que justamente no termina por alcanzarse una reducción del peso de la deuda sobre un PBI que se ha achicado. Ver IMF, *World Economic Outlook*, apartado 1 del capítulo I, “Are we underestimating short-term fiscal multipliers?”, septiembre de 2012 y Olivier Blanchard, Daniel Leigh “Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers”, *IMF Working Paper*, 13/1, enero de 2013; disponible en : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1301.pdf>. Para otra opinión reciente en el mismo sentido, véase Paul Krugman, “How the Case for Austerity Has Crumbled”, en *New York Review of Books*, 6 de junio de 2013.

<sup>23</sup> “[...] one can conclude that a large component of the movements of the spreads since 2010 was driven by market sentiments” [Traducción propia]; P. De Grauwe y Yuemei Ji, “Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications”, *Voxeu* [portal web del Centre for Economic Policy Research, CEPS], 21 de febrero de 2013; disponible en <http://www.voxeu.org/search/node/panic-driven>.

<sup>24</sup> Goldman Sachs, Economics Research, *European Economics Analyst*, n. 13/03, 18 de enero de 2013.

<sup>25</sup> No eran, por lo tanto, los “plomeros” y “carpinteros” –en la gráfica expresión de Paul O’Neill, Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, a comienzos de la década pasada– de los países del “centro” los que, necesariamente, concurrían con su esfuerzo en apoyo de otros menos esforzados.

<sup>26</sup> Por ejemplo, muchos bancos europeos se financiaron con recursos de los “*money-market funds*” de los Estados Unidos, unos competidores de los bancos que tomaban recursos y debían devolverlos como si fueran depósitos pero que no estaban regulados ni tenían, en principio, acceso a las facilidades de “prestamista de última instancia” de la Reserva Federal –como los bancos sometidos a regulaciones– pero que llegado el momento de la crisis fueron finalmente, ellos también, “salvados”.

<sup>27</sup> Ver, por ejemplo, Harald Hau, “Europe’s €200 billion reverse wealth tax explained”, *Voxeu* [portal web del Centre for Economic Policy Research, CEPS], 27 de julio de 2011. El argumento del profesor Hau –del INSEAD y CEPR en Francia– es que los recursos públicos utilizados en los “salvatajes” de los países de la “periferia” –originados en mayores impuestos o endeudamiento público– sólo terminan beneficiando en forma masiva al 5% más rico, que son los propietarios últimos de bancos y deudas públicas. De ahí que en Stefan Bach and G. Wagner “Eurozone crisis: Time to tax the rich?”, *Voxeu*, 15 de agosto 2012, se aboga por un impuesto progresivo sobre la riqueza, por una sola vez, para limpiar la acumulación de créditos/deudas (en su estimación, por ejemplo, en Alemania dos tercios de la riqueza nacional es propiedad del 10% más rico de la población).

<sup>28</sup> Ver P. De Grauwe y Y. Ji, “Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications”, *cit.* y P. De Grauwe y Y. Ji, “Self-Fulfilling Crises in the Eurozone. An Empirical Test”, *CESifo Working Paper* n. 3821, mayo de 2012. Igualmente, Charles Wyplosz, C. “They still don’t get it”, *Voxeu*, 25 de octubre de 2011; disponible en <http://www.voxeu.org/article/eurozone-leaders-still-don-t-get-it>.

<sup>29</sup> “[...] the Eurozone had an elaborate set of rules to prevent fires and decided that therefore it would not need a fire brigade. When it finally set up a fire brigade, the latter was busy trying to punish the guilty before it started extinguishing the fire” [Traducción propia]; P. De Grauwe, “Fighting the wrong enemy”, *cit.*