



Universidad
Nacional de
General
Sarmiento

Instituto de Industria

III^o JORNADAS DE ECONOMIA POLITICA

9, 10 y 11 de noviembre de 2009

Campus UNGS: Juan María Gutiérrez 1150,
Los Polvorines, Prov. de Buenos Aires

EL DILEMA DE TRIFFIN Y LA INESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

ROBERTO J.A. KALAUZ

www.ungs.edu.ar/ecopol jornadaecopol@ungs.edu.ar

Tel. (5411) 4469-7552 o 4469-7500 int. 7255

El dilema de Triffin y la inestabilidad del Sistema Financiero Internacional

Roberto J.A. Kalauz¹

III Jornadas de Economía Política- Área de Economía Política - Instituto de Industria, Universidad Nacional de General Sarmiento. 9 y 10 de Noviembre de 2009

Consideraciones previas

Esta investigación pretende ser un ensayo de discusión, como primer paso para un trabajo académico más elaborado. Es resultado de mis estudios sobre el Sistema Monetario Internacional (SMI), desde el año 1998 en distintas escuelas de verano en la London School of Economics, (LSE).

En la mañana del lunes 15 de septiembre del 2008 observaba atónito las noticias de la caída del más antiguo Banco de Inversión de EEUU, el Lehman Brothers. Era como observar la caída de las torres del 11 de septiembre pero esta vez colapsaba el sistema desde adentro, provocado por los mismo actores y protagonistas del sistema monetario. Ironías de la historia.

Se la llamó la crisis “subprime” y me vino a la memoria mi curso del año 2000, justamente sobre productos derivados. El libro de Hull², los mercados eficientes y el valor de las opciones, la volatilidad incorporada en el modelo de Black&Sholes.

El mundo es un Casino había dicho Susan Strange³ Hay un ejemplo no muy lejano, un joven trader Nick Leeson, que en 1995 logró destruir la Baring Brothers y sus 232 años de historia. Los pormenores y su testimonio están relatados por el autor⁴.

Leeson desde la sucursal de Singapore, usando derivados apostaba a la recuperación del futuro del Índice Nikei225, pero el terremoto de Kobe apareció imprevistamente como un cisne negro⁵. El Índice se desplomó y entre los escombros quedó al descubierto, que la cuenta 88888 estaba vacía de fondos y el joven y brillante trader fue preso Pero antes logró la quiebra del banco de la Reina, según lo describe la Revista “Time” del 13 de Marzo de 1995.

Cuando terminaba el reinado de la Baring, un año antes en 1994 se fundaba un Hedge Fund , el Long Term Capital Mangement (LTCM). En la junta de directores estaban Scholes y Merton quienes en 1997 ganarían el premio Nobel en Economía por su aporte en la valuación de derivados. El Fondo de Inversión fue tremendamente exitoso al inicio con rendimientos anualizados del 40%. El secreto entre otros era su tremendo apalancamiento o “leverage” 25 veces por dólar invertido, pero volvió a

¹ Roberto Kalauz, Licenciado en Economía. CV: www.pepek.com.ar. mail : rkalauz@attglobal.net

Este trabajo es resultado de estudios realizados en los cursos de verano de la “London School of Economics LSE. “The Political of Global Finance (1998) , “ Financial Institutions Crisis and Politics “ (2001),”Options Futures and Others Derivatives “ (2000) y Crisis Contagion and Containment: Contemporary Issues in the Politics of Money and Finance (2009)

² “Options,Futures and others Derivative Securities” John C.Hull. Prentice Hall International Editions

³ “Casino Capitalism” Susan Strange Manchester University Press 1986

⁴ “88888 La cuenta Secreta” La caída de la Banca Barings contada por el hombre que la provocó”

Editorial Sudamericana 1996

⁵ Es una alusión al libro de Nassim Taleb;”The Black Swan”.Penguin Books 2008

aparecer el “Cisne Negro” con el default de Rusia en Agosto de 1998. Al Fondo le pasó lo mismo que a Lesson y como era muy grande para caer, la Reserva Federal de EEUU fue en su rescate. Un paper del año 2000 focalizaba el problema en la subestimación del riesgo en términos del VAR⁶

A medida que transcurrían los días se conocía algo que ya se sabía, los modelos Value At Risk (VAR) que daban casi nula probabilidad de riesgo a las “subprime”, mostraban que las primeras victimas de esos productos estructurados ininteligibles, eran los mismos bancos que los producían. El contagio mostraba la globalización sin inmunidad. Todos coincidían en señalar que el modelo de negocios de los grandes Bancos de Inversión había terminado. *Pero cual era el negocio?*⁷

En un breve ensayo, sostengo que los bancos tradicionales han perdido su función original que era la de tomar depósitos y hacer prestamos. Entonces los tradicionales bancos comerciales se han ido transformado en Bancos de Inversión y más precisamente en “*gambling banks*”⁸ (bancos de juego) Esto es así porque los tradicionales productos que comercializaban fueron transformándose en productos commodities. Como ya es conocido esos productos estandarizados y abundantes se vuelven más baratos. Los derivados fueron entonces los nuevos productos financieros, con una creciente sofisticación y diferenciación. Los bancos de Inversión y los Hedge Funds, fueron los principales promotores de estos productos. Su crecimiento ha sido exponencial. Según estadísticas del BIS (Bank of International Settlements), en diciembre de 2002 el total emitido era de 141 trillions de dólares, en tanto a diciembre de 2008 la cifra era de 591 trillions, 10 veces el valor calculado del Producto Bruto Mundial

Me vino a la mente el colapso de la convertibilidad Argentina, la devaluación de Thailandia, la de Rusia, la de Brasil, siempre en los países periféricos, pero en el Centro era la primera vez desde la gran depresión, al menos en esta magnitud.

El programa de estudios en la LSE incluyó estas crisis periféricas como riesgos sistémicos de un sistema global. No es posible un desacople de la crisis pues el sistema es una totalidad y funciona como tal.

Comencé a revisar mis libros y apuntes de los cursos en la LSE y me pareció pertinente presentar el tema desde ese enfoque, el enfoque histórico-⁹ político de la economía y desde el sistema de poder mundial, como lo había presentado el Profesor Nilesi Datani en 1998 en su curso: “The Global Finance”.

⁶ “Risk Management Lessons from LTCM” by Philippe Jorion Award EFM Journal 2000

⁷ “Traditional Banks have no future” ? A brief essays by Roberto Kalauz.LSE. Summer course 2001

⁸ “Mad Money”, Susan Strange. Manchester University Press

⁹ “ The Political of Global Finance” LSE 1998

Presentación

El dilema de Triffin es raramente mencionado en la literatura económica pero si en la historia económica: *“A further problem was the Triffin dilemma. Robert Triffin monetary economist, Yale profesor , and architec of the EPU, had observed as early as 1947, that the tendency for the Breton Woods System to meet excess demands for reserves through the growth of foreign dollar balances made it dinamically inestable* “¹⁰

El argumento principal sostenía que el sistema de Bretton Woods al tener el dólar como moneda de referencia mundial, ajustable a 35 dólares la onza, llevaría a EEUU a tener un déficit permanente al tener que proveer los dólares necesarios para el funcionamiento del comercio mundial. El dilema planteaba que el sistema de paridad fijo lo llevaría en algún momento a emitir más dólares que los permitidos por el patrón de convertibilidad dólar-oro. La alternativa era volver a la deflación de la década de 1930.

No pasó mucho tiempo para que el dilema fuera realidad. La emisión de dólares obedecía a consideraciones de la política doméstica, entre ellas la guerra de Vietnam. Ese manejo de la moneda de reserva mundial, le concedía a EEUU un “privilegio exorbitante”, el derecho de “seignoraje” al decir del General Charles De Galle.

En 1944 las reservas de Oro de EEUU eran 21582 Tns, en 1960 15821 Tns y en 1971 8500 Tns. El 15 de Agosto de 1971 el Presidente Nixon suspendió unilateralmente la convertibilidad, al extremo que el Director del FMI se enteró de la decisión en las noticias de la televisión.

La ruptura de Bretón Woods trajo aparejados no pocas consecuencias. La primera los shocks de los precios petroleros de 1973 y 1975 y el resto de los commodities. Simultáneamente desarticuló las paridades monetarias mundiales entrando el mundo en un período de tremenda volatilidad cambiaria.

El presente trabajo no pretende estudiar la historia del sistema financiero internacional, pero no se pueden de dejar de señalar hitos extremos de fragilidad, como los señalados, incluyendo una breve reseña del Patrón oro

La nueva hecatombe financiera mundial ha reactualizado el Dilema de Triffin tanto en su esquema original como en el significado de las grandes reservas de las Bancos Centrales de países en desarrollo¹¹.

Este trabajo también considera la existencia de una liquidez en las sombras, los derivados “Over the Counter” (OTC), contratos de productos financieros no regulados y altamente apalancados, agravando la inestabilidad del Sistema y dando nuevos argumentos al dilema de Triffin.

¹⁰ “ Globalizing Capital , The History of the Internacional Monetary System” Barry Eichengreen Pinceton Universty Press 1996.Pag 116

¹¹ “Reserves currencies and solving the new Triffin dilemma” by Ousmene Mandeng . Central Banking Publications LTD

El breve Siglo XX 1914-1991

Eric Hobsbawm¹², un historiador británico contemporáneo. En su libro “La edad de los Extremos”, llama así al período que comienza con la primera guerra mundial hasta la caída de la URSS. En contraste, el período largo sería aquel que comenzó con la Revolución Francesa en 1789 hasta el inicio de la primera guerra mundial en 1914.

Es un siglo que condensa grandes acontecimientos sociales y políticos que no podemos olvidar al momento de analizar, las consecuencias tremendas del período entre guerras y las implicancias al finalizar la segunda guerra mundial.

Muchos historiadores no ven un corte entre la primera y la segunda guerra mundial, sino más bien una continuidad cuya culminación es la guerra y el triunfo de los aliados sobre el fascismo.

La primera guerra produjo el colapso del Sistema Monetario vigente, conocido como “Patrón Oro”, pero también el resquebrajamiento del capitalismo como Sistema Económico. La guerra terminó en 1917, pero también en ese año triunfó la revolución bolchevique en Rusia, que insurreccionó a las masas con las consignas de Paz, Pan y Tierra. La primera consigna fue cristalizada inmediatamente al firmarse la Paz de Brest-Litovsk, el 3 de marzo de 1918 en la ciudad polaca del mismo nombre.

Pero la derrota de Alemania solo alimentó las tensiones sociales, agravadas por la gravosa deuda que los Aliados triunfante reclamaban de esa Nación como reparación de la guerra, firmada por los alemanes en el tratado de Versalles en 1919.

Un economista, funcionario de la corona británica, Lord Keynes, se atrevió a cuestionar el statu quo del Imperio al escribir un brillante artículo denominado; “Las consecuencias económicas de la paz”. El posterior rearme Alemán, las tremendas convulsiones sociales que llevaron a ese país al borde de una revolución al estilo de los Soviets Rusos, no puede ser ignorado. En lo económico Alemania llegó a la hiperinflación más tremenda de la historia moderna y en lo político a un nacionalismo extremo que llevó al fascismo al poder y a su posterior política expansionista que culminó en la segunda guerra mundial.

La era del Patrón-Oro

Lo original de este Sistema es que no había sido establecido por ninguna convención previa y había ido siendo adoptado por los principales países participantes del comercio mundial. Además el Patrón Oro, se había caracterizado por ser tremendamente efectivo en su funcionamiento al ser impersonal y su mecanismo de ajuste automático, al garantizar el libre flujo del oro entre individuos y países y su utilización como mecanismo de pago.

Había un valor fijo y predeterminado para cada moneda en relación a su stock de oro y una relación directa entre la oferta monetaria y la posición de la Balanza de

¹² Eric Hobsbawm, “Age of Extremes” The short Twentieth Century . Abacus.

Pagos. De esta manera se garantizaba la liquidez del sistema con el libre flujo de oro y el mecanismo de ajuste para un país con déficit era la deflación más que la devaluación. El ajuste automático, si había déficit comercial, producía la salida de oro, reducción de la oferta monetaria, caída de los precios y disminución de los bienes importados. El aumento de las exportaciones eliminaba el déficit. El proceso inverso era con superávit, entrada de oro, incremento de la oferta monetaria, alza de precios y aumento de las importaciones.

Que fue el Patrón Oro ?

Podría ser resumido como:

- 1) el libre flujo de oro entre individuos y entre países
- 2) El mantenimiento de los tipos de cambio nacionales fijos, en términos del respaldo oro y también entre ellos
- 3) Ausencia de una organización o coordinación nacional que lo respaldara
- 4) Esto implicaba una asimetría entre países que tenían sus balances de pagos con déficit y aquellos que tenía superávits
- 5) El mecanismo de ajuste era automático. El país con déficit tenía deflación es decir cambios en sus precios domésticos más que una devaluación en sus tipos de cambio. Este último punto fue muy nítido en la profundidad de la Gran Depresión.¹³

El estallido de la primera guerra mundial en 1917 pone fin al largo período de crecimiento del capitalismo, sostenido principalmente por la Inglaterra Victoriana, la revolución industrial y la exportación de capitales al resto del mundo. En este período sobre todo a partir 1870, el Reino Unido se transformó en el primer exportador neto de capitales hacia otras regiones del mundo. Argentina¹⁴ en 1913 figuraba en primer termino en LA con 319,6 millones de Libras seguido por Brasil con 148 sobre un total para la región similar a la inversión en EEUU, que era de 756 Millones de Libras.

Bretton Woods y el Patrón Dólar-Oro

Finalizada la guerra, los países ganadores eran conscientes del esfuerzo y dificultades que se avecinaban para poner nuevamente en marcha la economía mundial y a una Europa devastada. El futuro era incierto pero las nuevas reglas de la política mundial apuntaban a un nuevo orden. Ese nuevo orden vino de los acuerdos de Yalta y Postdam y el reparto del mundo en zonas de influencias, el área dólar bajo la égida indiscutida de EEUU y el resto bajo la URSS. La supremacía de Estados Unidos, era evidente ya antes de la segunda guerra mundial, pero al finalizar ésta fue evidente su poderío como potencia militar, industrial y económica

¹³ "Lessons from the Great Depression" by Peter Temin . The MIT Press, Cambridge 1991

¹⁴ "European Imperialism, 1860-1914" Qndrew Porter .Studies in European History pag 41

Bretton Woods¹⁵ fue un compromiso realizado en 1944 entre los países aliados para la reconstrucción monetaria al finalizar la segunda guerra mundial. Este acuerdo vino a reemplazar el anterior y destruido sistema conocido como Patrón Oro. Sus principales protagonistas fueron Keynes (UK) y White (EEUU). La moneda de circulación y aceptación internacional sería el dólar, convertible en oro a un valor de 35 dólares la onza. Se creó el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial (BM) y el GATT Acuerdo sobre Comercio y Aranceles. El sistema monetario acordado reflejaba la hegemonía de EEUU en la economía y la política mundial.

Los nuevos acuerdos para organizar un sistema de cooperación monetaria internacional aseguraron todavía más la hegemonía estadounidense. Sin embargo los países participantes coincidían y cooperaban en tratar de evitar los errores cometidos durante el período entre guerras.

Cuatro puntos fueron fundamentales:

- 1- Se buscó evitar los tipos de cambios rígidos del patrón oro y los tipos de cambio libre que se había experimentado en los 30. El compromiso fue encontrar un valor a la par “peg” y buscar bandas de oscilaciones, pero los países retenían el derecho de corregir “fundamentales desequilibrios” en sus balanzas de pagos.
- 2- Si los tipos de cambio no fluctuaban libremente, entonces era necesario que los países contaran con una oferta suplementaria de reservas. Allí el rol del FMI como intermediario para intervenir otorgando préstamos transitorios, cuyo origen serían los aportes de los países integrantes, de acuerdo a un complejo mecanismo de cuotas integradas por sus miembros.
- 3- El tercer punto intentaba proponer un “código de ética”, que evitara la guerra comercial y las devaluaciones competitivas que caracterizaron el período entre guerras. y retornar a un sistema multilateral de pagos. Pero se otorgaba posibilidad de acciones a los gobiernos en la cuenta capital, lo cual impulsaría los controles de capitales. La norma apuntaba a otorgar al FMI el rol de garante y supervisor de ese código y fueron reflejados en los estatutos del flamante FMI.
- 4- Se dejó expresa constancia de la necesidad de un Foro Internacional permanente de Cooperación y consulta entre los países miembros.

En este “nuevo orden económico mundial”, el dólar norteamericano ocupó el centro de la escena. El Oro se consideraba el principal activo de reserva al respaldar la circulación de dólares. Se lo denominó Patrón Dólar-Oro y los países tenían un sistema de paridades fijas respecto al dólar. Al terminar la guerra EEUU poseía las tres cuartas partes del oro monetario mundial entonces, dada las posibilidades limitadas de producción, el resto de los países tendrían sus reservas en dólares.

El crecimiento de la liquidez mundial estaría entonces determinado por la magnitud del déficit norteamericano. La guerra fría ya comenzaba y EEUU percibió la necesidad de impulsar la recuperación de sus aliados y Japón.

¹⁵ “ A brief history of International Monetary Relations.” 2th Edition. Edited by J. Friden and D. Lake 1991

Este mecanismo le daba a EEUU un “privilegio exorbitante” al decir del Presidente de Francia Charles De Gaulle, ya que podía emitir todos los dólares necesarios para evitar restricciones en su balanza de pagos. Este privilegio técnicamente se denomina “*seignioraje*” y deviene de la potestad soberana de los estados en la Edad Media de emitir su propia moneda, ganando para el Rey el costo de su emisión y evitar el pago de intereses..

Dos períodos en la historia de Bretton Woods

La historia de Bretton Woods puede ser dividida en dos períodos. El primero de escasez de dólares, “dollar shortage” hasta 1958 y luego su creciente abundancia,” dólar “glut” que ya había comenzado en 1950 luego de una ronda de devaluaciones de las monedas europeas.

Los acuerdos de Bretton Woods permitieron una rápida recuperación de todos los países involucrados en la guerra, principalmente Alemania y Japón. Los tipos de cambio tenían una paridad fija respecto al dólar, y las monedas europeas luego de las devaluaciones de 1958. Salvo en 1957, debido al cierre del canal de Suez, EEUU fue teniendo un creciente déficit comercial. Los países europeos evitaban acumular dólares y comenzó así una intensa transferencia del oro desde EEUU hacia Europa.

Un caso interesante fue el yen que tendría una paridad de 360 por dólar hasta su primera depreciación en 1971, cuando el Presidente de EEUU rompe en forma unilateral las reglas acordadas 27 años atrás.¹⁶

Desde el fin de la guerra Japón había crecido a tasas del 10 % anual pero a partir de 1973 y hasta principios de los 90 su crecimiento fue apenas del 4 %. El problema comenzó con la explosión de la burbuja en el mercado inmobiliario y en el Nikei en los 80¹⁷, es importante observar la revaluación del yen luego del acuerdo de Plaza en 1985.

Nixon y el fin del Patrón Dólar–Oro

Era evidente para los gobiernos y funcionarios que la estructura de Bretton Woods tenía presiones y defectos tanto en el mecanismo de generación de liquidez como así también en el mecanismo de ajuste de pagos. Este defecto había sido advertido por Robert Triffin en su libro “Gold and the dollar crisis “.

El 15 Agosto el mundo fue sorprendido con el anuncio unilateral del Presidente Nixon de suspender la convertibilidad del dólar. Ese día terminó Bretton Woods. Las implicaciones de esa decisión tendrían decisivas consecuencias en el desarrollo del

¹⁶ Ronald I. MacKinnon and Kenichi Ohno “ Dollar and Yen “ Resolving Economic conflict between the US and Japan .Mit Press

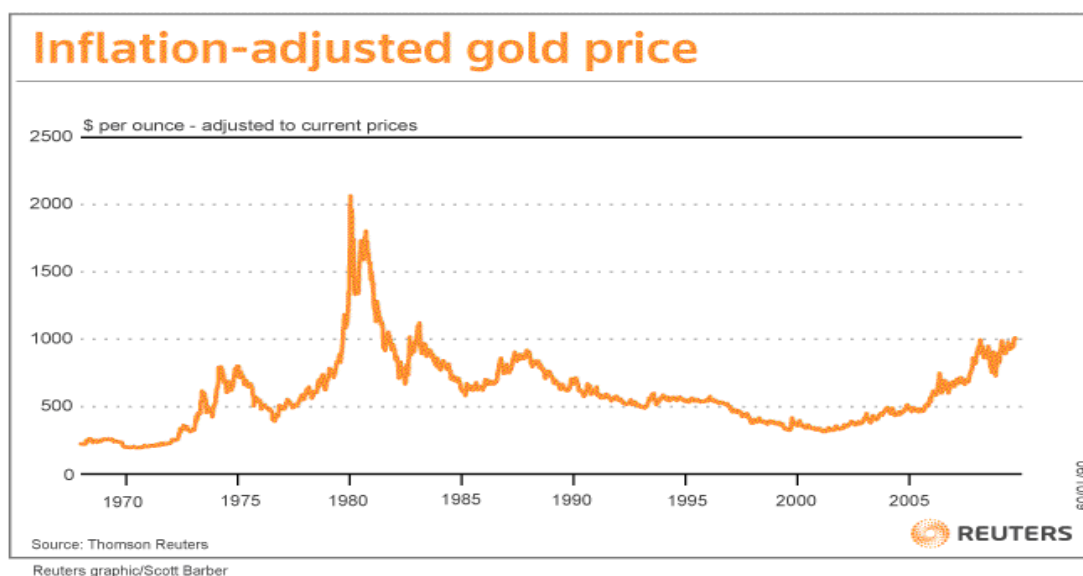
¹⁷ Edward Lincoln. “ Japan’s Financial Mess” Foreign Affairs Vol 57-66, pp 57-66

Sistema Financiero Internacional (SFI) y el rol del dólar es un tema de debate actual, si bien en el actual grupo de los 20 (G20) se acordó postergarlo, pero sigue siendo una fuente intrínseca de inestabilidad.

Cuando el Presidente Richard Nixon cerró la “ventanilla del oro” eso significó romper los acuerdos de BW. Una decisión unilateral basada en la hegemonía política y una ruptura de las reglas de juego, algo similar a lo que hizo Inglaterra, el 20 de septiembre de 1931 al salir del Patrón Oro.

La explicación de Nixon fue que los Bancos Centrales estaban convirtiendo sus dólares en Oro, un proceso real que estaba ocurriendo causado por el creciente déficit norteamericano. Las reservas de oro declinaron desde su pico de 21,682 toneladas en 1948 a 15,821 toneladas en 1960. Pero cuando Nixon hizo el anuncio las reservas eran menores a las 8500 toneladas. La consecuencia inmediata no tardaron en llegar y el dólar se depreció contra el resto de las monedas durante la década. Contra el Oro su precio de *\$35 por onza llegó hasta un máximo de U\$S 850 en 1982 y superando los U\$S 1000 nominales en la actualidad.

Precio del oro ajustado por Inflación



Si embargo el dólar sin respaldo en oro, siguió como moneda fiduciaria siendo la moneda de referencia mundial, tanto para transacciones como reserva de valor.

En enero de 1999 la prestigiosa revista de finanzas internacionales Euromoney publicó un artículo sobre los Héroes y Villanos de la globalización financiera. El artículo citaba a Hans-Joerg Rudloff, Chairman de Barclays Capital, que decía:

“los años 1966 a 1969 muestran una reapertura de los mercados financieros después de 40 años, ellos han estado efectivamente cerrados desde 1929.”^{18 19}

¹⁸ “Veterans remember those early days of Eurobonds and Euroloans as an era of excitement, vision and idiosyncratic behaviour.... But Credit Suisse First First Boston in the early’s 80, he became the archetypal Eurobond syndicate boss: arrogant, powerful, ruthless hard living and courageous.” There

El creciente comercio mundial demandaba liquidez y no obstante las restricciones, EEUU tenía el poder de generar y alimentar su expansión. La abundancia de liquidez necesitaba desplegarse y así se generó el mercado de Eurobonos, que eran los dólares depositados en los bancos europeos. El tratado de Roma empujó a empresas de EEUU a manufacturar y exportar desde Europa. Esto permitió un extraordinario avance en los mercados de Euromonedas. Este mercado creció de \$ 3 billion en 1960s a \$ 75 billion en 1970. El mercado de Euromonedas volvió a crecer después de la crisis del petróleo llegando a 1 trillion de dólares, a través de este mercado las corporaciones de EEUU enviaban dinero fuera de los EEUU. La expansión del crédito explica más este fenómeno que la reducción de las barreras al comercio.

“La globalización financiera creció enormemente a partir de 1980, los movimientos de capitales y transacciones en bonos, acciones se incrementaron en el caso de Japón de 8% del PBI a 91%, en EEUU de 9% del PBI a 230%, y en Alemania del 7% al 334%. También significó un importante crecimiento de los bancos involucrados.”²⁰

Este proceso en donde el capital se globalizaba es estudiado por Nial Ferguson un autor moderno, en su libro: “*Financial Globalizations, Money and Power in the Modern World, 1700-2000*” sostiene que hubo dos grandes globalizaciones:

La primera fue desde 1670-1914 en donde los Estados comienzan a emitir deuda avalada por sus instituciones.

La segunda de 1980 en adelante que se caracteriza por el tremendo crecimiento de las operaciones financieras y los flujos de fondos internacionales, pero principalmente por el “*crecimiento exponencial de los derivados financieros*”

Pero el mundo resultaba más complejo que la economía y las finanzas, La creciente Guerra Fría implicaba más y costosas erogaciones armamentistas. La intervención militar en Vietnam no era tan fácil como parecía y EEUU reforzó su escalada aumentando su presupuesto militar. Esta decisión alteró sus prioridades entre la estabilidad financiera mundial y sus objetivos domésticos.

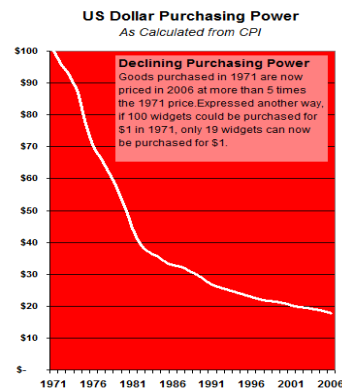
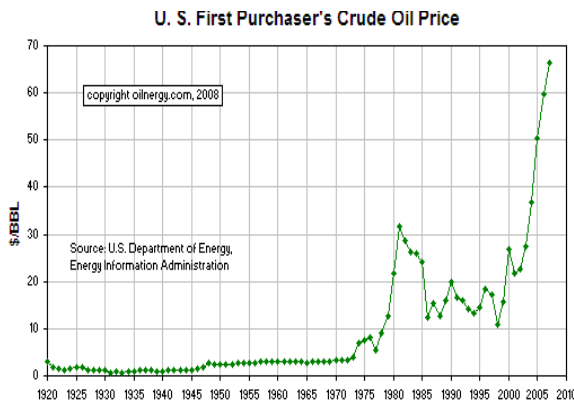
Dado que le resultaba difícil aumentar impuestos para financiar una guerra tan impopular, la opción fue imprimir dólares, abusando de su poder de seignioraje.

Las consecuencias quedaron a la vista: la guerra de Vietnam disparó la inflación en EEUU.

was another less glamorous side to the market, the responsible for recycling billions of oil dollars to developing countries in the late 1970's and perhaps later contributing to their economic downfall”

¹⁹ Revista de finanzas “Euromoney” June 1999

²⁰ Idem Frieden&Lake

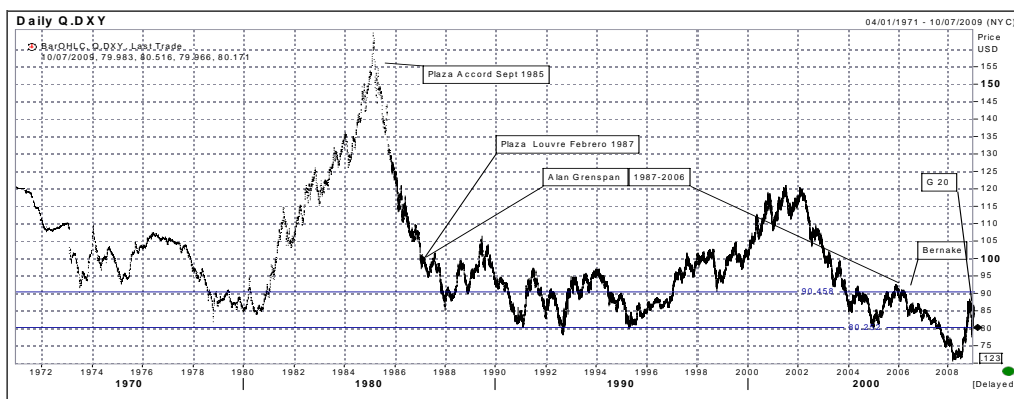


Fuente : “The Economist “. Archivos “ Millennium, special edition

La situación se estabilizó cuando Paúl Volcker presidente de la FED en los 80, aplicando una estricta política monetaria y restringiendo la oferta monetaria, apreció significativamente el dólar elevando la tasa de interés a un insólito 18%, poniendo fin a una era de declinación del dólar y un prolongado mercado alcista durante 20 años para el oro dado que la liquidación de inventarios significó una tremenda caída del precio de los commodities.

La política de Volcker no sería neutral para nuestros países, el reciclaje de los petrodólares había generado una exagerada deuda externa y las altas tasas de interés agravarían el complicado equilibrio financiero mundial.

Indice del valor del dólar



Tres palabras claves también fueron protagonistas: “Oil, Inflation and Defaults”.

La era Greenspan

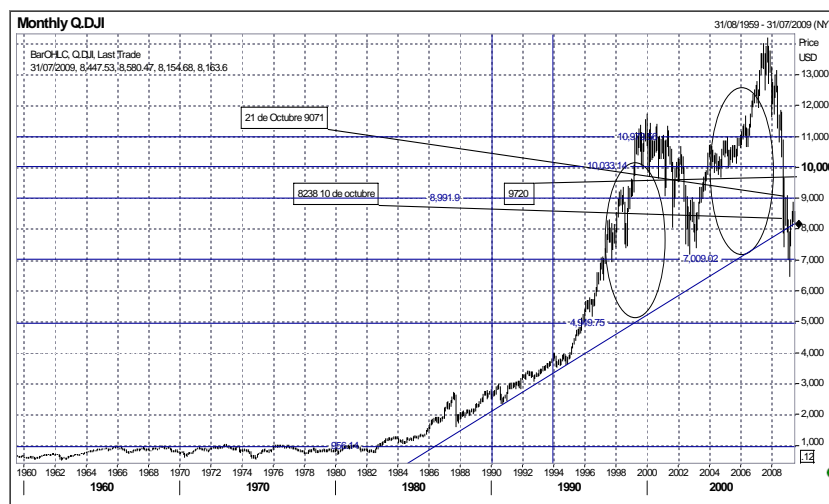
Al asumir Greenspan en 1987, el valor de la economía mundial, era de 17 trillones de U\$, veinte años después era de 60 trillones, EEUU representa un cuarto de este total La UE otro cuarto. Los primeros 15 países sumaban el 75%.

Se podría sintetizar según sus propias palabras como una era de “*Irrational Exuberance*”²¹ “.

El muro de de Berlín había caído a fines de octubre de 1989 y la URSS en 1991. Esto significó el fin de la guerra fría y la carrera armamentista. El mapa político mundial cambió significativamente. El pacto de Varsovia se había desintegrado y los antiguos países del Este ingresaban a la Unión Europea.

China hacia tiempo había optado por la economía capitalista y jugaba en la economía mundial. Los trabajadores chinos aportaron aire fresco al capitalismo mundial, el comercio mundial crecía a tasas mayores que el PBI mundial y la inflación no era el principal problema después de la era Volcker. La FED de Greenspan llevó la tasa de interés al 1%, inyectando una liquidez que hubiera sorprendido al propio Triffin. Muchos economistas hablaban de un nuevo ciclo largo de 30 años impulsado por el crecimiento de China y una revolución tecnológica sin precedentes. Hoy Greenspan, el antecesor de Bernake, el actual Presidente de la FED, está en el banquillo de los acusados, no era así cuando dejó su cargo.

El gráfico que se presenta a continuación es el Dow Jones que expresa la valorización de las más importantes empresas de EEUU. Puede observarse el abrupto cambio de tendencia a partir de 1995 y las dos burbujas resultantes



²¹ “Irrational exuberance” Robert J. Shiller. Princeton University Press 2001

El 15 de septiembre de 2008 terminó un ciclo. En las palabras de George Soros esta no es una crisis clásica, es la culminación de un superboom que comenzó hace 60 años.

Los imbalances globales²², los acuerdos financieros y el dilema de Triffin.

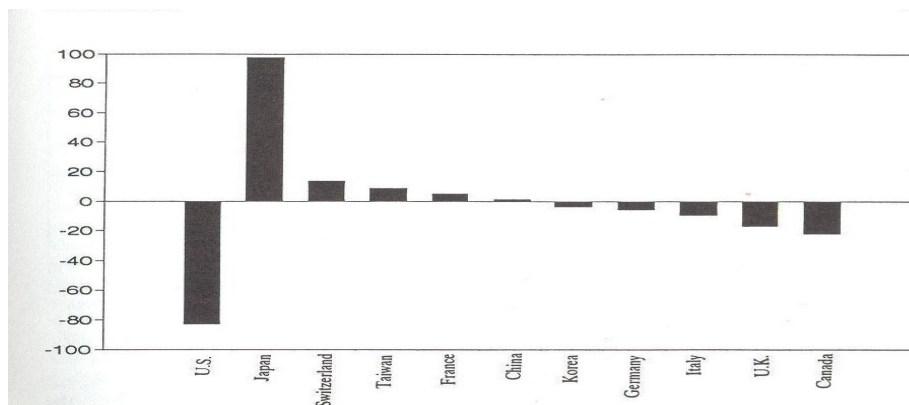
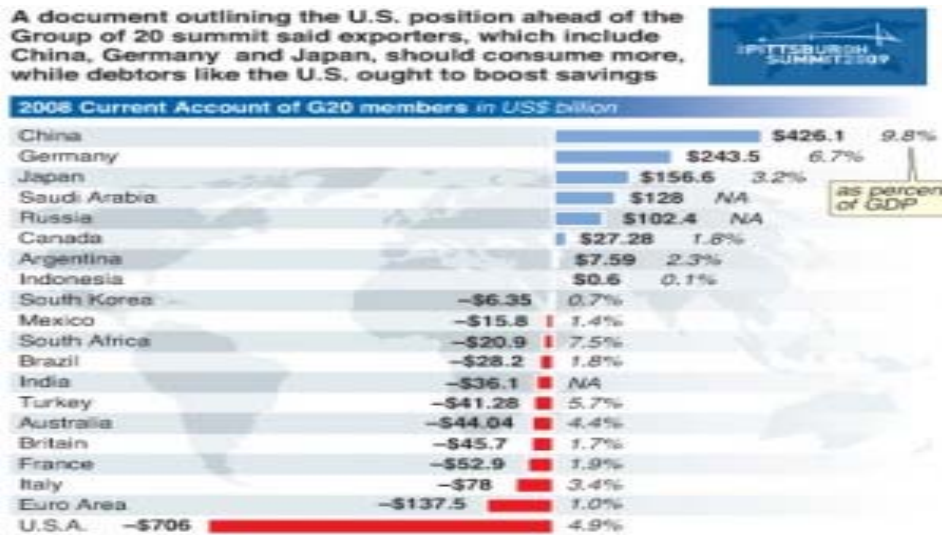


Figure 1.3 Current-account balance, 1990-94 average, in billions of dollars. Sources: IMF, *International Financial Statistics*, and the Bank of Japan, *Economic Statistics Monthly*, various issues.

El grupo de los 20 es el nuevo foro mundial para debatir los problemas monetarios internacionales. Las figuras precedentes muestran el desbalance global para el 80% del comercio mundial. El déficit de EEUU en su balance comercial tiene su contrapartida en el superavit comercial de algunas naciones, principalmente China. En otras décadas ese país fue Japón. Los excedentes superavitarios de ese comercio, forman parte de las reservas de los Bancos Centrales, pero también en un

²² Las dos figuras muestran en distintos años el denominado “Imbalance Global” o también el dilema señalado por Triffin

gran porcentaje en el caso Chino se destina a las compras de Bonos del Tesoro Norteamericano, una forma de volver a financiar el déficit de ese país.

El sistema post-Bretton Woods, quedó desarticulado después de 1971, y los principales ajustes fueron consensuados con los países y los Bancos Centrales. . Cuando Volcker subió exorbitantemente la tasa de interés para combatir la inflación, el dólar se apreció significativamente. Fue necesaria una reunión, que se hizo en el Hotel Plaza, en New York el 22 de Setiembre de 1985; participaron, Estados Unidos, el Reino Unido, Francia Japón y Alemania. El resultado del G5 fue un acuerdo consensuado para depreciar el dólar y restaurar el equilibrio del comercio y el sistema financiero mundial. Este mecanismo de reuniones es el que ha ido operando para corregir los desajustes de un sistema de por si inestable.

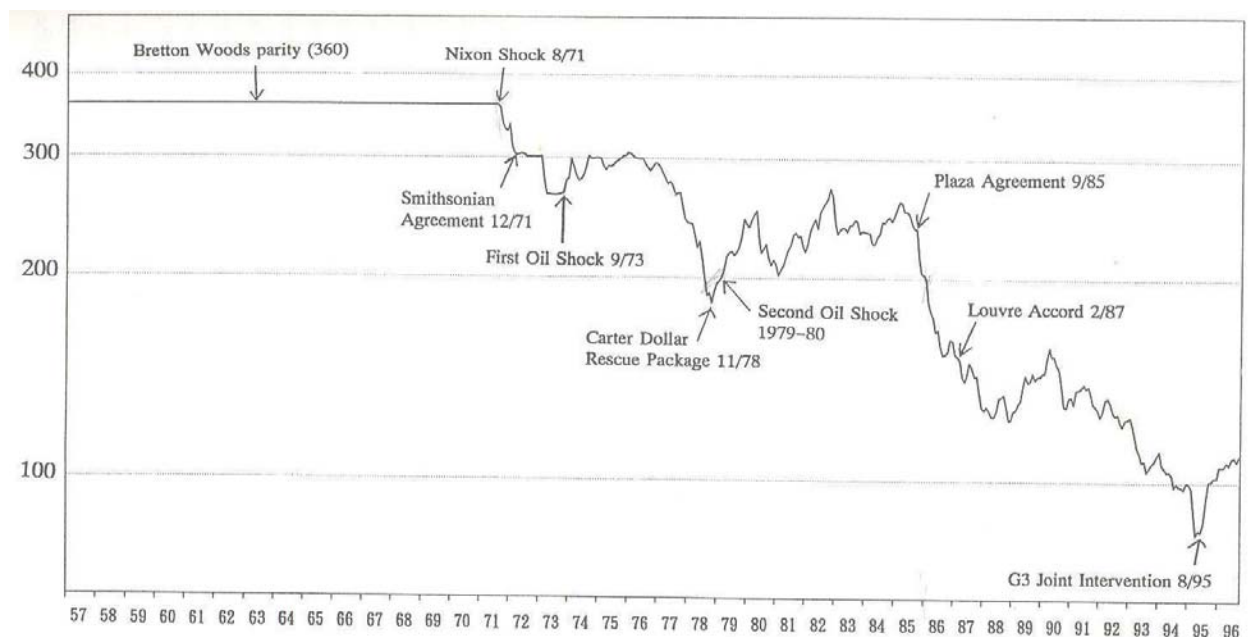
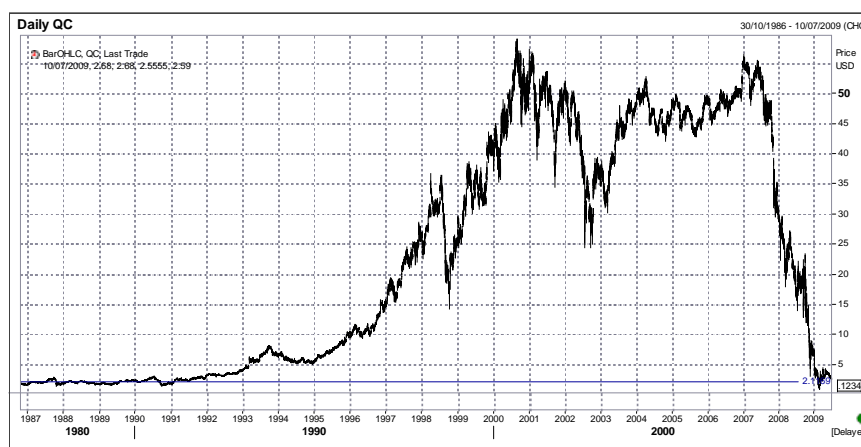


Figure 1.1
Nominal yen-dollar exchange rate, semilog scale. Source: IMF, *International Financial Statistics*, CD-ROM, December 1996.

El gráfico precedente es del libro “Dollar and Yen, Resolving Economics Conflict between the US and Japan”de Ronald Mackinnon. y Kenichi Ohno, dos estudiosos del desbalance entre los dos países. Puede verse la tendencia a apreciarse del Yen a partir de 1971. También las posteriores intervenciones acordadas como por ejemplo la del G5 en el Acuerdo Plaza, en donde se decidió intervenir en los mercados monetarios para depreciar el súper dólar generado durante la época de Volcker.

Auge y caída de City Group



El gráfico precedente es simbólico en la medida que ese comportamiento y el dibujo puede aplicarse a todos los Bancos de inversión que colapsaron.

Sin duda ha terminado una era. Así como el Sistema del Patrón Oro ajustaba hacia la deflación, Bretton Woods implicaba inflación, pero el patrón dólar-oro le imponía restricciones. Triffin decía que el sistema necesitaba liquidez, y el abandono de la convertibilidad del dólar con el oro fue consecuencia de ese desborde.

Triffin tuvo razón en señalar la necesidad creciente del déficit comercial de EEUU como fuente de proveer liquidez al sistema. Los derivados también aportan su cuota de liquidez que no está debidamente regulada, ni se sabe exactamente su magnitud. La liquidez durante la era Greenspan seguramente terminó en las grandes burbujas con la valoración de activos financieros y la crisis “subprime”.

La gran pregunta es si eso fue riqueza agregada al decir de Adam Smith o solamente quedará como una deuda incobrable en el balance de los bancos, entonces el crecimiento debería retornar a su tasa tendencial o quizás a otras alternativas de menor crecimiento.

Pero a la deuda incobrable ahora debe sumarse una nueva deuda. La inyección de nuevos créditos de los Bancos Centrales, para evitar la quiebra del sistema cuando se produjo la parálisis interbancaria, la desconfianza entre los mismos bancos que sabían de su mutua insolvencia.

Cuando subir la tasa de interés? Cual será la “estrategia de salida”, será consensuada? Es el nuevo debate. Seguirá siendo el dólar la moneda de referencia mundial? En el ensayo se señala que las decisiones pasadas obedecieron a razones de política interna más que a la estabilidad financiera internacional. La actual depreciación del dólar es una forma oculta de licuar pasivos, una pérdida de poder adquisitivo para los tenedores de dólares y un impredecible ajuste en un inestable y hegemónico Sistema Monetario Internacional..

Roberto Kalauz

Lic. En Economía

rkalauz@attglobal.net