

NEW LEFT REVIEW 125

SEGUNDA ÉPOCA

NOVIEMBRE-DICIEMBRE 2020

EDITORIAL

SUSAN WATKINS Política y pandemias 7

ARTÍCULOS

JOHN GRAHL La dolarización de la eurozona 23

PERRY ANDERSON ¿Ukania perpetua? 41

SOPHIE PINKHAM Nihilismo para oligarcas 117

MARCUS VERHAGEN Velocidades de contemplación 139

CRÍTICA

AARON BENANAV Asimetrías mundiales 149

LAURA KIPNIS Eros y Psique 164

JOHN-BAPTISTE ODUOR Un disidente pragmático 172

WWW.NEWLEFTREVIEW.ES

© New Left Review Ltd., 2000

Licencia Creative Commons

Reconocimiento-NoComercial-SinObraDerivada 4.0 Internacional (CC BY-NC-ND 4.0)

INSTITUTO
25M
DEMOCRACIA

ts
d traficantes de sueños

[SUSCRÍBETE](#)

¿DOLARIZACIÓN DE LA EUROZONA?

EN SUS INICIOS en la década de 1970, el proyecto de la integración monetaria europea apuntaba no solo al objetivo interno de reducir los costes de las transacciones. Su ambición más amplia –en la era de la creciente turbulencia de los tipos de cambio que siguió al abandono por Nixon del acuerdo de Bretton Woods– era construir una moneda, un sistema financiero y una economía de alcance europeo, que tuvieran mayor autonomía frente a las medidas políticas y financieras de Estados Unidos. En vez de ello, los acontecimientos de las décadas pasadas han mostrado la creciente subordinación de las condiciones monetarias y financieras de la eurozona a sus contrapartes estadounidenses. Esta relegación sistemática puede comprobarse en un amplio abanico de operaciones. Como se analiza en este artículo, la subordinación también es evidente en los mercados de valores, especialmente en el dominio que ejercen los mercados de bonos estadounidenses, así como en el funcionamiento del BCE, de los mercados monetarios y de la oferta de crédito a corto plazo¹.

En última instancia, esta subordinación –un proceso de dolarización informal– amenaza con socavar el proceso de la construcción europea. A medida que las empresas quedan más firmemente atadas a los mercados financieros basados en el dólar, a la UE le resulta más difícil influir en sus operaciones. Los objetivos sociales y medioambientales que la UE se ha impuesto dependen de una economía que disponga de un sistema

¹ Una versión anterior de este artículo se presentó en el seminario del Nicos Poulantzas Institute, «The Current State of Finance in the EU: Prospects and Alternatives», Atenas, 28-29 de marzo de 2019.

financiero dotado de la suficiente liquidez y solidez como para funcionar en paralelo con el sistema basado en el dólar en vez de hacerlo como un apéndice de él. A no ser que los europeos puedan recuperar sus ambiciones originales sobre una unión monetaria independiente, estos objetivos quedarán cada vez más allá de sus posibilidades. Este artículo examina las diferentes formas que puede tomar la dolarización de la UE, incluyendo las dinámicas que actúan en el enormemente influyente mercado de *foreign exchanges swaps* (FX Swaps), y los papeles comparativos de la Fed y el BCE, así como las políticas de la UE que socavan la autonomía financiera del bloque. Pero primero, es preciso hacer algunas consideraciones más generales sobre la dolarización.

Integración indirecta

Históricamente, la dolarización ha sido habitualmente una respuesta a la hiperinflación, como sucedió en las crisis de América Latina de las décadas de 1980 y 1990. ¿Puede aplicarse también a situaciones de presiones deflacionistas, como las que imponen las estructuras de la unión monetaria sobre los países más débiles de la eurozona? En una crisis inflacionista, como sostienen Michel Aglietta y André Orléan en *La violence de la monnaie*, está en juego la creación de dinero por el Banco Central: el corazón del sistema². Esta dinámica centralizada facilita un rápido alejamiento de la moneda desacreditada y un cambio hacia un nuevo sistema monetario. Es un proceso que funciona en beneficio de los deudores eliminando sus obligaciones en la vieja moneda. Por el contrario, una crisis deflacionista clásica es una crisis descentralizada, dominada por múltiples acreedores que, en ausencia de condiciones para una inversión rentable, presionan en pro de ganancias inmediatas provocando la liquidación de activos, la caída de los precios y la huida hacia la «pureza» de las reservas del Banco Central o del oro. La lógica de la deflación actúa lentamente destruyendo viejas relaciones económicas mucho antes de que se hayan desarrollado otras nuevas³. En el clásico caso de colapso deflacionista, el abandono del patrón oro en la década de 1930, no hubo ningún movimiento común hacia una alternativa hasta 1944 en Breton Woods.

² Véase Michel Aglietta y André Orléan, *La violence de la monnaie* [1982], París, 1984, pp. 89-123; un extracto de esta obra aparece recogido en Pierre Alary et al. (eds.), *Théories françaises de la monnaie*, París, 2016, pp. 67-115.

³ M. Aglietta y A. Orléan, en P. Alary (ed.), *Théories françaises de la monnaie*, cit., pp. 108-114.

Actualmente, la relevancia del dólar como alternativa y las irresueltas presiones deflacionistas que surgen del funcionamiento de la eurozona pueden estar induciendo una forma de dolarización que actúa a través de la lenta erosión de determinadas funciones monetarias. Esto no necesita ser un proceso unificado; se podría esperar que un giro hacia el dólar se produjera antes y fuera más completo en las economías más débiles de la eurozona que en Alemania. El argumento que presentamos aquí es que la dolarización está actuando a través de un proceso de «integración indirecta» por medio de la común subordinación de los Estados miembros a las instituciones estadounidenses. Para Europa esto no sería nada nuevo. Washington desempeñó un importante papel en el nacimiento del proyecto de integración europea y desde entonces ha habido numerosos ejemplos al respecto⁴. Después de la disolución en 1958 de la Unión Europea de Pagos (a instancias de Gran Bretaña), la integración monetaria funcionó *de facto* a través del régimen cambiario de Bretton Woods: el franco estaba vinculado al marco alemán porque ambos estaban vinculados al dólar. (La apuesta de De Gaulle por la independencia monetaria se derrumbó con los *événements* de 1969). Igualmente, la paradoja del discurso eurócrata sobre la «empresa europea» estaba clara para muchos comentaristas: las compañías que se movían con mayor fluidez dentro de las fronteras internas de la UE y estaban menos atadas a localizaciones particulares eran, de hecho, multinacionales estadounidenses.

«La villanía que me enseñáis la pondré en práctica, y será difícil que no mejore la enseñanza», decía Shakespeare en *El Mercader de Venecia*. Las prácticas financieras estadounidenses, a menudo imperfectamente entendidas por sus imitadores europeos, han tenido una enorme influencia sobre el comportamiento de los actores públicos y privados de la UE. Podemos considerar los impresionantes grados de apalancamiento alcanzados por los bancos de la eurozona en la burbuja *subprime*/titulización anterior a 2008, que superaron fácilmente los de sus homólogos estadounidenses. De nuevo, justo cuando el avance del valor accionario estaba encontrando cierta resistencia judicial y legislativa en Estados Unidos, la Comisión Europea apostó todo por una directiva que acabaría con cualquier defensa eficaz contra las adquisiciones hostiles.

Aunque el BCE sigue cuidadosamente la utilización del euro fuera de sus fronteras, siempre insiste en que no tiene objetivos políticos externos. La

⁴ Annie Lacroix-Riz, *Aux origines du carcan européen: La France sous influence allemande et américaine (1900-1960)*, París, 2014.

ausencia de una política global activa refleja, como lo hacen muchos de los disfuncionales aspectos de la unión monetaria, el provincianismo de las autoridades alemanas, ahora intensificado por el compromiso similar con los modos conservadores de la llamada Nueva Liga Hanseática. Se trata de una abdicación perjudicial que debilita la influencia potencial de Europa sobre la evolución de las instituciones y prácticas financieras globales, pero ello también ha introducido incoherencia en su política monetaria interna. Un informe del BCE sobre la utilización internacional del euro estima que la pérdida de eficacia de los instrumentos de política monetaria, debido a la creciente interpenetración de los sistemas financieros de Estados Unidos y la eurozona, es de aproximadamente 5 por 100⁵.

Resulta significativo que el informe del BCE continúe sugiriendo que esta pérdida se compensa con los movimientos registrados en el tipo de cambio dólar/euro, inducidos por sus movimientos de los tipos de interés. Los países que implementan políticas monetarias en función del comportamiento de su tipo de cambio respecto al dólar ya se hallan en una posición claramente subordinada: para ellos no hay ningún «trilema» rodríkiano, ningún conflicto entre globalización, soberanía y democracia⁶. Sus cuentas de capital abiertas ya han eliminado la independencia monetaria, porque nunca pueden tratar sus tipos de cambio de manera indiferente. Por el contrario, al margen de la naturaleza formal de la política –flotante, de paridad móvil o la que sea– tienen que establecer sus tipos de interés domésticamente en función de las presiones del tipo de cambio⁷. Turquía en 2018 fue un buen ejemplo.

Realmente, gran parte del mundo está ya parcialmente dolarizado. Estados Unidos no se verá demasiado constreñido por flujos de salida de capitales hacia países que utilizan sustancialmente el dólar; no hay ninguna amenaza real de conversión de los saldos en dólares en depósitos de valor rivales. Esta impunidad es en parte una consecuencia de la escala: cuantos más países parcialmente dolarizados haya, más débil será la constricción externa para las finanzas y políticas macroeconómicas estadounidenses. Hemos esperado mucho tiempo a que maduraran

⁵ BCE, «The International Role of the Euro», julio de 2017, pp. 7-8.

⁶ Dani Rodrik, *The Globalization Paradox: Why Global Markets, States and Democracy Can't Coexist*, Oxford, 2011.

⁷ Véase, Hélène Rey, «Dilemma, Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence», NBER Working Paper 21162, mayo de 2015 (revisado en febrero de 2018).

estas tendencias y ahora sufrimos las consecuencias; como sucedía con los saldos en libras del imperio británico, la mera posesión de la hegemonía lleva a su fortalecimiento. En un reciente estudio del Bank of International Settlements (BIS) se examinaba la economía mundial a través de las lentes de las «zonas monetarias», definidas por el alineamiento relativo de ciento setenta y dos monedas con el dólar, el euro o el yen. El estudio mostraba que mientras la economía estadounidense produce entre el 20 y el 25 por 100 del PIB mundial, la «zona del dólar» produce entre el 50 y el 60 por 100 del mismo; en cambio, la UE produce entre el 15 y el 20 por 100 del PIB mundial y la «eurozona» el 30 por 100 del mismo⁸.

En la eurozona hay dos importantes funciones monetarias, la financiación transnacional y la provisión de garantías, que ya son realizadas por el dólar. Ambas implican al mercado de *foreign exchange swaps* (FX swaps), que ha alcanzado unas dimensiones asombrosas y cumple una función clave en la economía mundial: permitir la transferencia de recursos monetarios a través de zonas monetarias. El mercado de *foreign exchange swaps* hace posible sustituir activos denominados en monedas locales, como garantía, por activos en dólares, mientras facilita la utilización de fondos obtenidos en una zona monetaria para financiar inversiones realizadas en otra; pero actualmente lo hace de una manera muy asimétrica que privilegia la financiación en dólares.

En Estados Unidos, los *foreign exchange swaps* se utilizan esencialmente para transacciones internacionales cruzadas de divisas; por lo general no se utilizan dentro de los mercados monetarios nacionales. En cambio, en Europa el BCE informa sobre las transacciones de *foreign exchange swaps* junto a las relacionadas con otros instrumentos internos del mercado monetario, como los *repos*⁹. Parece que en las operaciones crediticias internas de la UE se utilizan dólares como garantía, tanto porque otras formas son escasas, como por el tratamiento normativo relativamente favorable de los *foreign exchange swaps* en relación con los *repos* en euros. Realmente, los *foreign exchange swaps* pueden ser el instrumento más importante dentro de los mercados de crédito de la eurozona: el volumen de transacciones

⁸ Hiro Ito y Robert McCauley, «A Key Currency View of Global Imbalances», BIS Working Paper 762, 20 de diciembre de 2018. Los autores continúan señalando que los elevados déficits de Estados Unidos –por ejemplo en 2007, cuando muchos temieron que el dólar pudiera derrumbarse– fueron compensados por excedentes en otras regiones de la «zona del dólar» (especialmente China): «Los desequilibrios globales difieren desde una perspectiva monetaria».

⁹ Véase, por ejemplo, BCE, *Euro Market Survey*, septiembre de 2015.

en *repos* es mayor, pero cuando las transacciones se miden según el promedio ponderado de su vencimiento, está claro que en la eurozona se obtiene mucho más capital con *foreign exchange swaps* que con *repos*.

Habida cuenta de la escala y liquidez de los mercados de capitales estadounidenses y la fragmentación del resto de los mercados no cotizados en dólares en las diversas zonas monetarias, el enorme crecimiento de los *foreign exchange swaps* tiene consecuencias muy asimétricas, transmitiendo las condiciones del mercado monetario estadounidense a otros países, pero no a la inversa. La abundante liquidez estadounidense se derrama sobre todos los participantes en el sistema financiero global, mitigando la presión inflacionista en Estados Unidos por medio de su exportación a otros países, mientras que en el caso de una contracción de la liquidez estadounidense se fuerza al alza el *basis spread* [diferencial por encima de la paridad de tipos] y los prestatarios no estadounidenses quedan privados del crédito en dólares, exportando una vez más gran parte de la tensión a otros actores¹⁰. La hipertrofia de los mercados de divisas, inicialmente malinterpretada como una evidencia de la especulación, es en realidad un poderoso mecanismo para la globalización dirigida por Estados Unidos. Como señalaba el documento del BIS:

El dólar es el protagonista absoluto de los *foreign exchange swaps* y de los *forwards*. Su porcentaje no baja del 90 por 100 y del 96 por 100 entre los operadores. Ambos superan su porcentaje en la denominación del comercio global (alrededor de la mitad) o las participaciones de las reservas internacionales de divisas de los Estados Unidos (dos tercios). De hecho, el dólar es la principal moneda en *swaps/forwards* frente a todas las monedas. Por ejemplo, predomina en los *forwards* en coronas noruegas, coronas suecas y eslotis polacos, monedas que se negocian más en el mercado al contado frente al euro¹¹.

En otras palabras, la estrecha relación comercial de Polonia, Noruega y Suecia con la eurozona es compatible con el predominio del dólar en sus relaciones financieras.

¹⁰ Este no es un fenómeno nuevo: compárese con las drásticas consecuencias que tuvo para los europeos endeudados en dólares la contracción de la liquidez estadounidense tras el derrumbe de Wall Street en 1929.

¹¹ Claudio Borio, Robert McCauley y Patrick McGuire, «FX Swaps and Forwards: Missing Global Debt?», BIS *Quarterly Review*, septiembre de 2017.

Asimetrías del mercado de bonos

La situación de las finanzas en la UE se relaciona con una generalizada escasez global de «activos seguros» desde la crisis financiera. Aunque la causa principal de esta escasez haya sido la degradación de la deuda *subprime* y activos similares después de la crisis, los trastornos de los mercados de bonos de la eurozona también son un factor significativo. Un reciente estudio sostiene que mientras que la degradación de títulos denominados en dólares respaldados por hipotecas y otros productos similares eliminaron activos «seguros» por un valor aproximado de 9 billones de dólares, la degradación de la deuda soberana de la eurozona –solo da cifras para España e Italia– también fue un factor significativo, representando 3 billones de títulos financieros (cuadro 1).¹²

CUADRO 1: *Activos seguros, precrisis y poscrisis*

	Millardos de dólares		% del PIB mundial	
	2007	2011	2007	2011
Deuda del gobierno federal estadounidense en manos del público	5.136	10.692	9,2	15,8
En manos de la Reserva federal	736	1.700	1,3	2,5
En manos de inversores privados	4.401	8.992	7,9	13,3
Obligaciones GSE	2.910	2.023	5,2	3
Fondos hipotecarios respaldados por GSE y agencias públicas	4.464	6.283	8	9,3
Emisiones privadas de ABS	3.901	1.277	7	1,9
Deuda pública alemana y francesa	2.492	3.270	4,5	4,8
Deuda pública española e italiana	2.380	3.143	4,3	4,7
Activos seguros	20.548	12.262	36,9	18,1

Fuente: Barclays Capital, *Equity Gilt Study 2012*, citado en R. Caballero *et al.*, «The Safe Assets Shortage Conundrum», cit. Los datos procedían del Federal Reserve Flow of Funds, Haver Analytics y Barclays Capital. Las cifras están tachadas si se piensa que perdieron su estatus de «refugio seguro» en 2007. GSE: empresas patrocinadas por el gobierno; ABS: títulos respaldados por activos.

¹² Ricardo Caballero, Emmanuel Farhi y Pierre-Olivier Gourinchas, «The Safe Assets Shortage Conundrum», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 31, núm. 3, verano de 2017.

Sin embargo, el problema también se relaciona en parte con el punto de vista pequeñoburgués del gobierno alemán sobre la cuestión del crédito: endeudarse está mal, así que debería haber una ley contra ello, preferiblemente una ley que tuviera fuerza constitucional. Alemania se aferrará al *Schuldenbremse* [freno a la deuda] y los gobiernos que se porten mal en el Club Méditerranée tendrán que pagar una prima de riesgo sobre sus bonos, incluso aunque esto complique su utilización como garantía y haga que determinar el precio de otros títulos sea más difícil. (El BCE posee actualmente tanta deuda de la eurozona que resulta difícil de creer que los diferenciales sobre el rendimiento de los bonos son simplemente una cuestión de las fuerzas del mercado; el BCE se ha convertido en el mercado)¹³. Durante veinte años –hasta el pequeño pero significativo paso dado este verano, el clímax de la crisis del coronavirus, para crear un instrumento de deuda mutualizada destinado al fondo de recuperación de la UE– todas las propuestas sobre emisión de bonos a escala europea han sido bloqueadas por los gobiernos de Berlín y de otros países con planteamientos similares. Estas políticas han contribuido a la escasez mundial de activos seguros.

En estas condiciones, la gigantesca ventaja de las finanzas basadas en el dólar sobre las finanzas de la eurozona se ponía de manifiesto en un reciente documento del FMI que examinaba las demandas excepcionales de buenas garantías que podrían surgir de una determinada emergencia financiera: el colapso de una o más de las contrapartes centrales establecidas desde la crisis global con la esperanza de reducir los riesgos del comercio de derivados. Sus conclusiones ponen de relieve la diferencia existente entre los recursos de Estados Unidos y la Unión Europea para responder a semejante eventualidad:

Mientras que en Europa los activos líquidos de alta calidad continúan escaseando (los acuerdos de recompra de bonos alemanes están en el rango negativo de los 50 puntos básicos), en Estados Unidos sucede lo contrario y la financiación con garantías generales está cerca del 2 por 100 (200 puntos básicos) en la actualidad. Los activos líquidos de alta calidad denominados en dólares deberían ser capaces de satisfacer gran parte de la demanda mundial existente de los mismos¹⁴.

¹³ La aparente capacidad de los grandes bancos de la UE para manipular los rendimientos de los bonos de la eurozona –que difícilmente puede inspirar la confianza en los inversores– puede sugerir de hecho la falta de liquidez del mercado. Véase «EU accuses eight banks of collusion in sovereign bond market», *Financial Times*, 31 de enero de 2019.

¹⁴ Manmohan Singh y Dermot Turing, «The Morning After: The Impact on Collateral Supply after a Major Default», FMI Working Paper núm. 18/228, octubre de 2018.

Una respuesta estándar a las limitaciones de los mercados europeos de bonos es recordar la relevancia de la financiación bancaria en la mayoría de los Estados miembros de la UE. Resulta dudoso que esta objeción siga teniendo la fuerza que tuvo una vez. La debilidad de los bancos de la UE, después de sus desventuras en los mercados *subprime* y similares, se ha vuelto una queja frecuente. Por esta razón, dos economistas de la Reserva Federal han sostenido que, aunque en el pasado el acceso al mercado de bonos no era importante para las empresas europeas, puede que sí lo sea ahora debido a las nuevas constricciones que pesan sobre los bancos¹⁵. Si es así, puede que la naturaleza subdesarrollada de los mercados de bonos europeos se esté convirtiendo en un obstáculo para la inversión europea.

Supremacía de escala

En la UE las presiones políticas reducen drásticamente la emisión de deuda de alta calidad y restringen y complican el apoyo oficial a los precios de los bonos¹⁶. Por ejemplo, se requiere que el BCE compre la deuda pública de los Estados miembros de la unión monetaria en proporción a su PIB, lo que significa que sus ejercicios de expansión cuantitativa implican acumulaciones completamente disfuncionales de bonos alemanes. La rentabilidad negativa prevalece para gran parte de la deuda alemana e incluso puede caer por debajo de los tipos de depósito del BCE; los actores no bancarios no están autorizados a mantener depósitos en el BCE y a menudo parecen preferir posiciones activas directas con el gobierno alemán a depósitos con los bancos comerciales¹⁷. Las

Véase también «Central Counterparties Resolution: An Unresolved Problem», FMI Working Paper núm. 18/65, marzo de 2018, p. 14, donde los autores dan una idea sobre la escala a la que actúan estas contrapartes centrales (CCP): «Si consideramos las contrapartes centrales europeas, las dos mayores instituciones de compensación de productos relativos a los tipos de interés son la alemana Eurex Clearing AG (1,7 billones en posiciones de interés abiertas) y la británica LCH Clearnet Limited (164 billones en posiciones de interés abiertas); en Estados Unidos, CME Clearing tiene una posición sobre tipos de interés abiertos de 16 billones de dólares». Como señalan los autores, esto se puede comparar con el PIB alemán de 3,4 billones de dólares, británico de 2,5 billones y estadounidense de 20 billones.

¹⁵ Bastian von Beschwitz y Conor Howells, «Are Euro-Area Corporate Bond Markets Irrelevant? The Effect of Bond Market Access on Investment», Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, núm. 1176, agosto de 2016.

¹⁶ R. Caballero *et al.*, «The Safe Assets Shortage Conundrum», cit.

¹⁷ En 2019 el *Financial Times* dio las siguientes rentabilidades sobre los bonos de referencia alemanes: vencimiento octubre de 2020, rendimiento de compra -0,61; febrero de 2025, -0,25; julio de 2028, +0,06; agosto de 2048, +0,77.

restricciones normativas y de otro tipo sobre los bancos y los inversores institucionales pueden explicar algunas perturbaciones. No obstante, el desplome del mercado de acuerdos de recompra [*repo market*], que llevó a rentabilidades masivamente negativas en diciembre de 2016, sugería que las instituciones que necesitan mantener y negociar bonos tienen que hacer frente a un entorno muy frágil y volátil. En ese episodio, ciertamente extremo, algunos inversores estaban preparados para prestar dinero al -6 por 100 para conseguir garantías de elevada calidad¹⁸. Los actores más afectados por la falta de garantías de calidad y por ello de iliquidez en el mercado de *repos* son inversores institucionales que utilizan *repos* inversos para adquirir deuda pública con un criterio a corto o largo plazo. En la medida en que los fondos mutualistas y de pensiones estadounidenses no se ven similarmente perjudicados, parecen estar bien posicionados para capturar más proporción del mercado de ahorro europeo.

Un *basis spread* que es consistentemente adverso para los inversores europeos proporciona a los bancos y a los gestores de fondos basados en el dólar una ventaja no solo en los mercados del dólar, sino también en la eurozona. La «ley de precio único» –una explicación idealizada de la tendencia real del arbitraje a reducir los precios diferenciales sobre activos similares– perdió uno de los pocos apoyos empíricos que le quedaban cuando los tipos de cambio *forward* dejaron de ser valorados en función de los diferenciales de los tipos de interés «libres de riesgo». Lo que empezó como un fenómeno de crisis, que reflejaba la desconfianza de las contrapartes y los riesgos percibidos ligados al tipo de cambio, ahora se ha convertido en una característica establecida y continua de las relaciones financieras internacionales. La explicación del *basis spread*, que hace que sea rentable efectuar transacciones *swap* de dólares por euros y, mucho menos, efectuar a la inversa esta operación, es extremadamente técnica y por encima de las capacidades del autor de este artículo. Pero el documento citado anteriormente del BIS sugiere que la explicación sencilla que se ofrece a continuación puede ser adecuada para ofrecer una visión general¹⁹.

¹⁸ Véase, Andy Hill, «Closed for Business: A Post-Mortem of the European repo market break-down over the 2016 year-end», ICMA, febrero de 2017. Hill da una lista muy interesante de factores detrás de la caída del mercado de *repos*: las posiciones cortas en los bonos; los bancos estadounidenses que se aprovechan del mayor *basis spread* para invertir en activos en euros; la expansión cuantitativa (aunque el BCE intentó mitigar la escasez que estaba causando) y una regulación bancaria más estricta capaz de impactar sobre el reequilibrio de las carteras tras la publicación de los resultados trimestrales por las empresas.

¹⁹ C. Borio *et al.*, «FX Swaps and Forwards: Missing Global Debt?», cit.

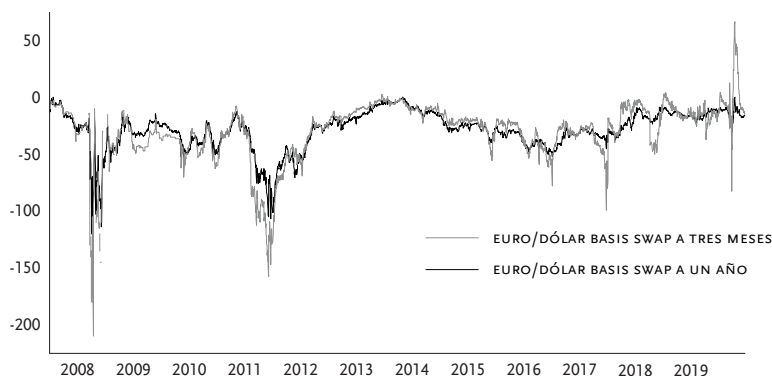
Según los economistas del BIS, puede considerarse que el *basis spread* surge de dos fuerzas. Por el lado de la «demanda» existe una enorme presión de los inversores europeos para la exposición a activos denominados en dólares. Esto empuja al alza el tipo de cambio al contado del dólar, mientras que la necesaria cobertura de la revalorización del euro presiona a la baja el tipo de cambio *forward* del dólar. ¿Por qué los bancos estadounidenses no sacan partido de la consiguiente oportunidad de arbitraje para prestar dólares y ganar un beneficio libre de riesgos sobre el rendimiento de vuelta del *swap* dado el buen precio de los dólares *forward*? La respuesta más simple es que hay una restricción de la «oferta» que surge de las implicaciones para sus balances de los *foreign exchange swaps*²⁰. Desde la crisis global y la renovada preocupación por los índices de apalancamiento que vino a continuación, cualquier activo que aparece en los balances de un banco puede considerarse que tiene un precio en la sombra, hasta el punto de que intensifica restricciones reguladoras reales o potenciales. (Algunas explicaciones sugieren que los reguladores estadounidenses van más allá de las reglas establecidas en Basilea a la hora de desalentar las posiciones en divisas, incluso las posiciones cerradas que surgen de los *foreign exchange swaps*; Claudio Borio y sus colegas, en especial, sostienen que grandes posiciones en divisas representan una forma de inflación de la deuda)²¹.

En los últimos años los *spreads* han fluctuado (gráfico 1). Después de alcanzar en 2018 alrededor de 50 puntos básicos para los *swaps* dólar-euro a tres meses, se redujeron moderadamente antes de ampliarse sustancialmente durante la crisis del coronavirus. Este último acontecimiento ilustra los efectos paradójicos de la supremacía monetaria. Probablemente Estados Unidos está más expuesto a la crisis que otros países, tanto por la falta de atención médica para una sustancial parte de su población como por su tardía, insuficiente y desorganizada respuesta. Pero estos factores –negativos para el dólar– han sido completamente superados por el atractivo del dólar como la moneda más ampliamente apreciada y negociada en el transcurso de la crisis. Una pauta similar se produjo en el estallido de la Primera Guerra Mundial. Gran Bretaña estaba amenazada, pero la libra esterlina se fortaleció, porque una crisis general aumentaba el atractivo de la moneda clave de la época.

²⁰ Esta restricción existe a pesar del tratamiento relativamente favorable de los *foreign exchange swaps*, comparado con los *repos*, en el marco regulador de Basilea III.

²¹ C. Borio *et al.*, «Foreign exchange swaps and Forwards: Missing Global Debt?», cit.

GRÁFICO I. Basis Swap Spreads del euro/dólar estadounidense



Fuente: BCE, citando a Bloomberg

Los analistas financieros han sugerido que la financiación extranjera barata del déficit del gobierno estadounidense puede estar alcanzando ciertos límites: los tipos a largo plazo del dólar son demasiado bajos para atraer a los inversores extranjeros, habida cuenta de que los tipos a corto están presionando al alza el coste de los *swaps* denominados en dólares; va a hacer falta algún movimiento que se aleje de la actual curva invertida de rendimiento²². Sea como fuere, la persistencia de *basis spread* significativos contra el euro actúa directamente contra la financiación en euros de cualquier posición, dentro o fuera de la unión monetaria (gráfico 2). Los inversores estadounidenses y de terceros países tenderán a considerar más barato endeudarse en dólares y cambiarlos por euros, incluso cuando estén financiando posiciones en la eurozona. De nuevo aquí, la lógica del mercado señala una reducción de la autonomía de la eurozona.

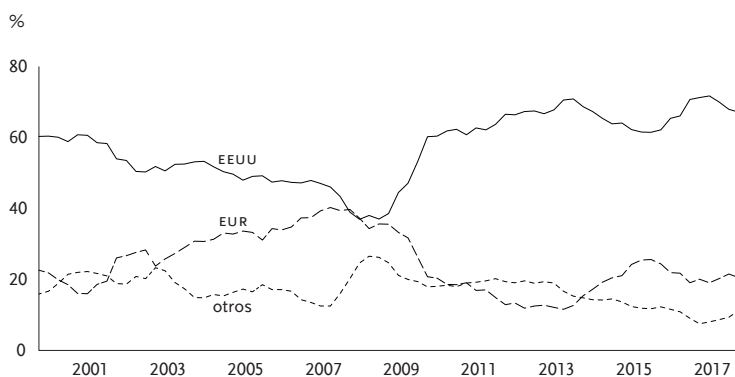
El BCE como sucursal de la Fed

Las relaciones entre los bancos centrales de las economías del euro y del dólar fortalecen la idea de una gradual subordinación de las finanzas europeas. Los *foreign exchange swaps* oficiales entre la Fed y otros importantes bancos centrales de todo el mundo surgieron primero como un fenómeno ligado a la crisis, pero se dotaron de una forma institucional

²² Zoltan Pozsar, «Lost in Transmission», *Global Money Notes*, núm. 20, Crédit Suisse, 15 de febrero de 2019.

estable cuando se introdujeron dispositivos permanentes en octubre de 2013. La cuestión de la crisis fue inicialmente un problema estadounidense. Los bancos extranjeros, especialmente los europeos, entraron en la crisis de 2008 cargados de activos denominados en dólares, incluyendo una proporción desconocida de las variedades más tóxicas. La financiación de estas inversiones se volvió problemática cuando los mercados monetarios se paralizaron y las instituciones estadounidenses comenzaron a desconfiar de los actores extranjeros. Dado que la Fed no proporcionó refinanciación a los bancos extranjeros de la misma manera que lo había hecho con sus propios bancos nacionales, existió el riesgo de que los bancos no estadounidenses europeos, japoneses y de otros países empezaran a descargarse de sus activos denominados en dólares, haciendo que la crisis fuera más aguda.

GRÁFICO 2. Participación del euro en la emisión de deuda denominada en moneda extranjera



Fuente: BCE, The International Role of the Euro, julio de 2018: «El volumen de emisión de deuda extranjera denominada en euros permanece muy por debajo de los máximos globales anteriores a la crisis financiera».

La respuesta fue un *foreign exchange swap* oficial: la Fed prestó dólares al BCE que este utilizó para refinarar las posiciones en dólares de los bancos de la eurozona²³. Ambos bancos centrales tenían un claro interés en el éxito de esta operación –la Fed para evitar nuevos colapsos de los precios de los activos y el BCE para preservar la liquidez y solvencia

²³ El BCE no utilizó *foreign exchange swaps*, sino *repos* en esta refinanciación. Se impusieron recortes de alrededor del 20 por 100 durante la crisis, aunque posteriormente fueron reducidos.

de los grandes bancos de la eurozona– pero principalmente la medida era una extensión extraterritorial de la política de estabilización estadounidense. Como señalaba el boletín mensual del BCE, «En general, el banco central emisor contribuye a definir los términos de la fijación de precios con la que el banco central nacional proporciona liquidez a sus contrapartes, para evitar una interferencia con la implementación de la política monetaria del banco central emisor»²⁴. Con otros importantes bancos centrales de todo el mundo realizando esta distribución de dólares «sintéticos» de manera sincronizada, parecía que los *swaps* oficiales constituían un paso más hacia la integración de las políticas monetarias bajo los auspicios de Estados Unidos. Las primeras especulaciones de que el gobierno de Trump anularía la política no se confirmaron – en cualquier caso, el acuerdo no entra en conflicto con la prioridad de «América First»– y los *swaps* se ampliaron en marzo de 2020 bajo el impacto del coronavirus.

La conjetura que hacemos aquí de una gradual pérdida de autonomía monetaria y financiera en la eurozona es ciertamente provisional. La eurozona es inmensamente rica y al enfrentarse a la crisis financiera el BCE, bajo la activa presidencia de Draghi, desplegó una formidable capacidad tanto para la autodefensa, mediante el masivo despliegue de recursos del BCE, como en el desarrollo institucional mediante sus iniciativas en pro de una estructura supervisora y reguladora más centralizada²⁵. Queda pendiente la pregunta de hasta qué punto su sucesora estará dispuesta a alejarse de las ideas de la ortodoxia del Bundesbank. Hay quien podría señalar un cambio de posiciones dentro de la propia Alemania, como evidencia el giro de Merkel hacia un instrumento de deuda mutualizada destinada a la realización de transferencias –naturalmente, condicionadas– a los países mediterráneos más golpeados por la crisis de la COVID-19.

El argumento que se ha desarrollado en este artículo también ha supuesto significativas extrapolaciones. El balance general del gobierno de Trump es importante: resulta congruente con la hipótesis mencionada de

²⁴ ECB Monthly Bulletin, agosto de 2014, p. 70. Surge una pregunta interesante en relación con la utilización hecha de la moneda de la contraparte, de la que la Fed no tenía ninguna necesidad especial: los bancos estadounidenses no tenían problemas a la hora de encontrar financiación para sus activos denominados en otras monedas distintas al dólar. En el caso de Japón, se emitió un título especial en el cual la Fed podía aparcar convenientemente sus yenes. No está claro si el BCE siguió un procedimiento análogo.

²⁵ Stefaan De Rynck, «Banking on a Union: The Politics of Changing Eurozone Banking Supervision», *Journal of European Public Policy*, vol. 23, núm. 1, 2016.

acentuar la singular fortaleza financiera de Estados Unidos, la cual hace factibles los recientes movimientos erráticos y torpes de las políticas seguidas por el gobierno estadounidense; sin embargo, contradiría el argumento desarrollado aquí el hecho de que las disfuncionales políticas de Washington llegaran a debilitar la estructura financiera estadounidense hasta el punto de poner en entredicho la hegemonía del dólar. Hasta el momento, sin embargo, no ha habido ninguna evidencia de ello; realmente, la predisposición del gobierno de Trump a pasar por alto los intereses de gobiernos aliados puede haber fortalecido incluso la hegemonía del dólar. Un desafío desde Europa parece menos probable que nunca mientras que cualquier amenaza a Estados Unidos por parte de China no supondrá, en un futuro cercano, un desafío financiero.

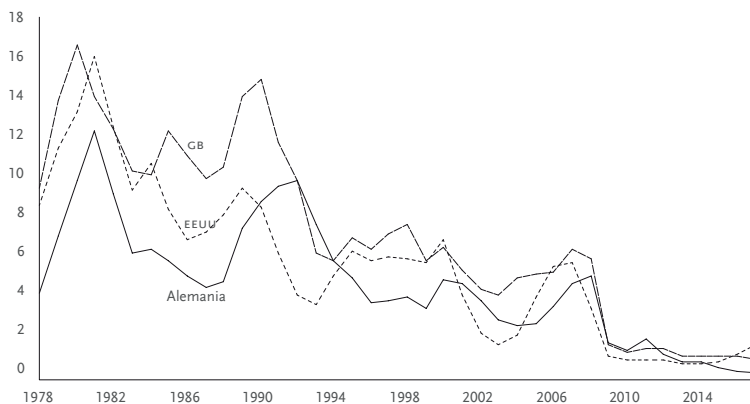
Entretanto, resulta difícil pensar en una actividad financiera en la que los europeos no se encuentren potencialmente expuestos a una imposición gradual de las prácticas y estándares estadounidenses. El apoyo de Trump a la desregulación financiera es una muestra de esta cuestión: si la estructura poscrisis representada por la normativa auspiciada por la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* es debilitada, entonces la elaborada estructura reguladora introducida en la UE se verá amenazada. Durante el mandato de Obama ya se puso en evidencia que Estados Unidos no estaba preparado para armonizar la regulación financiera con la UE²⁶.

Finalmente, sin embargo, si realmente la eurozona está siendo lentamente dolarizada, ese proceso no proporciona ninguna tranquilidad a los varios proyectos de abandono de la unión monetaria por parte de determinados Estados miembros. Si la eurozona estallara, el resultado más probable sería la galopante dolarización de sus fragmentos, de manera inmediata de los más pequeños y débiles, pero también sería notable incluso el caso de Francia e Italia. La actuación de las finanzas británicas puede representar una advertencia para aquellos que busquen una soberanía monetaria. El estatus de la City londinense, que desempeña un papel en la mayoría de las operaciones internacionales a gran escala, ha fracasado a la hora de salvaguardar a la moneda británica que solamente se ve sostenida por consistentes y sustanciales primas de riesgo sobre los activos denominados en libras esterlinas.

²⁶ Véase la evaluación sobre la UE del Comité Restringido de la Cámara de los Lores, «The Post-Crisis EU Financial Regulatory Framework: Do the Pieces Fit?», Londres, 2 de febrero de 2015.

Muy ocasionalmente, la divergencia entre los tipos de interés del euro (anteriormente del marco alemán) y del dólar hace posible que los tipos de interés de la libra se sitúen entre ambos: esto sucedió brevemente en 1979 durante el *shock* Volcker y a principios de la década de 1990 durante el frenesí del Bundesbank posterior a la unificación, que presionó más y con mayor intensidad contra una inflación por debajo del 5 por 100 de lo que lo había hecho Volcker contra una inflación cercana al 20 por 100; en este último caso, Gran Bretaña pudo utilizar una prima sobre los tipos del dólar para asegurarse un aterrizaje suave después de su salida del SME. Pero se trataron de excepciones muy breves. La norma es que los tipos de interés británicos tienen que ser más elevados que los de Alemania y Estados Unidos (gráfico 3). Otra cosa supondría una amenaza de colapso para los mercados de divisas.

GRÁFICO 3. Comparativa de los tipos de interés a corto plazo: Alemania, GB y EEUU



Fuente: OCDE

Este es el historial para una gran economía con singulares fortalezas financieras. ¿Qué podrían esperar Italia, Chipre o Letonia si abandonaran el euro? La eurozona todavía es lo suficientemente grande y poderosa como para representar una excepción parcial a la conclusión de Hélène Rey de que no hay ningún trilema en la política monetaria, que la elección pura y dura radica en optar por cuentas de capital abiertas o por la independencia monetaria; un dilema del que los tipos de cambio flotantes no proporcionan una salida²⁷. Es cierto que algunas economías del

²⁷ H. Rey, «Dilemma, Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence», cit.

lejano Oriente como la de Corea del Sur (aunque no la de Japón) han escapado hasta ahora de constricciones estrictas en sus posiciones internacionales. El precio de ello es un masivo superávit por cuenta corriente, muy por encima de lo que pueden alcanzar las economías más débiles de la UE. Turquía en 2018 puede representar un buen ejemplo de lo que se puede esperar en el caso de una ruptura de la eurozona. Intentó utilizar una política externa autónoma para alentar el crecimiento. La presión del exterior –dominada por las políticas de Estados Unidos– pronto la hizo entrar en vereda obligando a Ankara a sacrificar el empleo interno en aras de la estabilidad externa. Para aquellos que promueven las diversas «salidas» citemos el verso de Horacio: *de te fabula narratur*. Quedarse colgado por separado solo ofrece un *dénouement* algo más rápido que hacerlo en conjunto. Solamente un planteamiento unificado que profundice la coherencia económica y política de la unión monetaria ofrece una posible reafirmación de la autonomía europea.

traficantes de sueños

www.traficantes.net

C/Duque de Alba 13, 28012. Madrid



Las ciudades del poder

Lo urbano, lo nacional,
lo popular y lo global

Göran Therborn

Colección: map 23

PVP: 26 €

En esta brillante investigación sobre la política y los significados de los paisajes urbanos, el original sociólogo Göran Therborn nos propone un viaje alrededor de las ciudades capitales del mundo. El recorrido comienza con la emergencia de los Estados nación, para los que la constitución de su propia capital se convirtió pronto en una cuestión problemática. El análisis sigue luego con el impacto de las grandes reformas urbanas, los movimientos de protesta y resistencia popular, el auge y caída del fascismo y la experiencia del comunismo. Finalmente concluye con lo que llama «momentos globales» de la formación urbana.

A través del entrecruzamiento de distintas perspectivas (política, sociológica, urbana, iconográfica), Therborn cuestiona las asunciones acerca de las fuentes, manifestaciones y alcance del poder urbano. Defiende que existe un fuerte vínculo entre la ciudad y el Estado nación y que la globalización de las ciudades está fuertemente dirigida por la aspiración global de políticos y urbanistas, pero también por el capital local y las viejas tradiciones nacionales e imperiales. Con su visión única y sistemática, desde Washington hasta el París revolucionario, pasando por la capital de Kazajistán del siglo xxi (Astaná), sus ricas observaciones en todos los continentes, y su agudos y multifacéticos análisis, *Las ciudades del poder* nos fuerza a repensar nuestro futuro urbano a través de la constitución histórica del presente.