

# La co-dependencia financiera mundial y el futuro del dólar\*

*(Recibido: junio/05–aprobado: septiembre/05)*

*Federico Steinberg Wechsler\*\**

## **Resumen**

En la actualidad existe co-dependencia financiera entre Estados Unidos y las economías asiáticas, cuyas monedas están ancladas al dólar y se mantienen subvaluadas. Este sistema ha sido bautizado como Bretton Woods II. Estados Unidos actúa como locomotora mediante la demanda de importaciones, incurriendo en un elevado déficit por cuenta corriente. A través de su intervención en los mercados de divisas, las economías asiáticas financian el déficit norteamericano acumulando reservas en dólares y permitiendo que los tipos de interés estadounidenses se mantengan bajos, lo cual potencia la demanda global. Este trabajo analiza esta situación como un equilibrio cooperativo en una estructura de equilibrios múltiples, explora sus implicaciones geopolíticas y describe la patología del colapso del sistema (o cambio a un equilibrio no cooperativo) como una crisis financiera de segunda generación. Este tema tiene interés porque la situación está reforzando el papel del euro como moneda de reserva internacional y porque el desplome del sistema podría precipitar una recesión económica mundial.

**Palabras clave:** cooperación, crisis financiera, sistema monetario internacional, reservas, déficit por cuenta corriente, Bretton Woods.

**Calificación JEL:** F0, F3, F31, F33, F42.

\* Una primera versión de este trabajo fue presentado como una comunicación en la VII Reunión de Economía Mundial, celebrada en la Universidad Complutense de Madrid los días 21, 22 y 23 de abril de 2005.

\*\* Profesor del Departamento de Análisis Económico de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Autónoma de Madrid (federico.steinberg@uam.es).

## Introducción

A partir del año 2003, tanto los organismos financieros internacionales como los gobiernos y los bancos centrales de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) vienen alertando sobre el riesgo que suponen para la economía mundial los altos déficit gemelos (comercial y público) estadounidenses. El déficit público fue de 4.5% del PIB en 2004 y el déficit por cuenta corriente alcanzó los 530,000 millones de dólares en 2003 y los 660,000 millones en 2004, lo cual representa 5.8% del PIB.<sup>1</sup> Uno de los efectos de estos déficit es la depreciación del dólar con respecto al euro, que ha sido de más de 40% desde mediados de 2002 hasta marzo de 2005. Sin embargo, el dólar apenas se ha depreciado con respecto a las monedas asiáticas. La apreciación del euro respecto al dólar dificulta la recuperación europea, razón por la cual se ha especulado sobre una posible intervención del Banco Central Europeo (BCE) para frenar la subida del euro. Por su parte, la Reserva Federal de EUA ha venido afirmando que el déficit por cuenta corriente se corregirá en los próximos años, sin pronunciarse sobre la evolución del dólar.<sup>2</sup> La administración Bush ha emitido señales contradictorias, a veces declarando que apuesta por un dólar fuerte, otras ignorando completamente la depreciación de su moneda con respecto al euro y siempre culpando a China de su déficit comercial y de los desequilibrios macroeconómicos internacionales. Finalmente, el semanario británico *The Economist* ha llegado incluso a sostener que si no se produce un cambio en la política económica estadounidense el dólar podría perder su posición hegemónica como moneda de reserva internacional.<sup>3</sup>

Durante 2003 y 2004, Michael Dooley, David Folkerts-Landau y Meter Garber, analistas económicos de Deutsche Bank, explicaban la situación argumentando la aparición de un nuevo sistema de coordinación de tipos de cambio internacional, que bautizaron como Bretton Woods II o Bretton Woods del Pacífico.<sup>4</sup> Se trata de un nuevo arreglo de coordinación informal de tipos de cambio que implica una co-dependencia financiera global y facilita a EUA mantener su tren de gasto. Su lógica es la siguiente: EUA actúa como locomotora de la economía mundial al tirar de las exportaciones del resto del mundo y las economías asiáticas financian el

<sup>1</sup> En *World Economic Outlook*, el FMI identificaba el déficit comercial estadounidense como la mayor fuente de inestabilidad de la economía internacional. Véase IMF (2004: capítulo primero).

<sup>2</sup> Véase Greenspan (2004 y 2005).

<sup>3</sup> *The Economist* ha dedicado varios artículos a este tema a lo largo de 2003 y 2004, especialmente críticos sobre el desdén con el cual la administración Bush está tratando el problema. Véase *The Economist* (2004).

<sup>4</sup> Véase Dooley, Folkerts-Landay y Garber (2003, 2004, 2004b, 2004c, 2004d, 2004e). Mann (2004) también se ha referido a este sistema como “co-dependencia financiera”.

déficit por cuenta corriente norteamericano acumulando reservas en dólares permitiendo que los tipos de interés estadounidenses se mantengan bajos, lo cual potencia a su vez la demanda global.

La cuestión es si el *status quo* es sostenible. Algunos académicos se han sumado al debate y han alertado de que podría precipitarse una recesión global si se produjera una brusca caída del dólar, apoyando la idea de que la situación no es sostenible.<sup>5</sup>

Nos encontramos ante una cuestión de enorme interés para el análisis macroeconómico internacional por las siguientes razones: en primer lugar, porque plantea similitudes con el momento previo al colapso del sistema de tipos de cambio fijos de Bretton Woods (1944-1973) y se pueden aplicar algunas lecciones de aquella época; en segundo lugar, porque es posible analizar como un problema de equilibrios múltiples a los que se llega por estrategias cooperativas o no cooperativas, aplicando así las aportaciones recientes de la teoría económica sobre crisis financieras de segunda generación;<sup>6</sup> en tercer lugar, porque se trata de un aspecto de actualidad, cuya evolución influirá en el crecimiento económico mundial a corto plazo; y en cuarto lugar, porque lo que en última instancia está en juego son los pesos relativos del dólar y el euro en el mercado oligopólico de monedas de reserva internacionales y el poder político asociado a ello.<sup>7</sup>

El hilo argumental de este artículo es el siguiente. El actual sistema de co-dependencia financiera entre EUA y las economías asiáticas, al cual nos referiremos como Bretton Woods II, es uno de los equilibrios posibles en una estructura de equilibrios múltiples de un juego no cooperativo. El equilibrio actual se caracteriza porque los bancos centrales asiáticos siguen la estrategia cooperativa de financiar el déficit estadounidense. Este equilibrio cooperativo puede estar basado en la existencia de ganancias mutuas de la cooperación o en evitar incurrir en pérdidas conjuntamente. Cada una de estas hipótesis tiene distintas consecuencias geopolíticas.

Pero en cualquier caso se puede argumentar que no es un equilibrio estable a largo plazo. El paso del equilibrio actual al de colapso del sistema se desata si los bancos centrales se enfrentan a un problema de acción colectiva. Este problema aparece cuando cada banco central espera que los demás sigan financiando el défi-

<sup>5</sup> Véase por ejemplo Summers (2004), Rogoff (2003, 2004), Rogoff y Obstfeld (2004), Mussa (2004), Roubini y Setser (2005), Roach (2004, 2004b) y Wolf (2004, 2004b).

<sup>6</sup> Véase por ejemplo Obstfeld (1994, 1996) y Flood y Marion (1999).

<sup>7</sup> Para un análisis del mercado de monedas de reserva internacionales con estructura no competitiva véase Cohen (2003, 2003b). Para un análisis del poder de coerción política asociado a la moneda de reserva internacional véase Kirshner (1995).

cit americano aunque él no lo haga. El incentivo individual a dejar de cooperar es mayor cuanto mayor sea la expectativa de depreciación del dólar. Pero precisamente la expectativa de depreciación será tanto mayor cuanto menor sea la credibilidad del sistema, esto es, cuantos menos bancos centrales cooperen. En definitiva, el colapso del sistema se produce cuando una masa crítica de bancos centrales deje de confiar en él.

Hay que hacer especial mención a dos refinamientos sobre este marco argumental: primero, que cuanto más tiempo se perpetúe el equilibrio actual mayor será la caída del dólar si se produce el colapso, por tanto, nos encontramos con una situación donde la cooperación puede no ser beneficiosa a largo plazo; segundo, lo que hace especial esta situación es que la sostenibilidad del sistema depende de las actuaciones de bancos centrales y no de inversionistas privados, convirtiéndose en una cuestión política.

La estructura del artículo es la siguiente. Primero se realiza una comparación entre el sistema de Bretton Woods original y la actual co-dependencia financiera. Después se muestra que Bretton Woods II es un equilibrio cooperativo y se analizan los motivos que lo sostienen. A continuación, se analiza el problema de acción colectiva que precipita el paso del equilibrio cooperativo al no cooperativo. En la sección siguiente se discuten los aspectos políticos e institucionales. En las conclusiones se subrayan las implicaciones del sistema para el futuro del euro como moneda de reserva internacional.

## **1. Bretton Woods I y II**

El sistema de Bretton Woods (1944-1973) estableció tipos de cambio fijos pero ajustables respecto a la moneda de reserva, o sea al dólar, cuyo valor estaba a su vez referido al oro. Se recurría a los controles de capitales para poder disponer de políticas monetarias independientes y el FMI vigilaba el sistema.<sup>8</sup> Además, existía un acuerdo tácito por el cual los estados no solicitaban a EUA el cambio de dólares por oro a cambio de un paraguas de seguridad en el contexto de la Guerra Fría.<sup>9</sup> El acuerdo permitió a EUA incurrir en déficit por cuenta corriente con financiación privilegiada que obtenía gracias al papel del dólar como moneda de reserva. EUA

<sup>8</sup> Aunque las reglas se pactaron en 1944, el sistema no empezó a funcionar hasta que las monedas europeas fueron convertibles en 1958. Sobre la evolución del sistema de Bretton Woods véase Gilpin (1987) y Eichengreen (1996).

<sup>9</sup> Walter (1991) realiza un análisis de la interrelación entre la cooperación financiera y la militar bajo el sistema Bretton Woods.

actuaba así de locomotora y las economías europeas y japonesa aprovecharon el tirón de la demanda estadounidense para disfrutar de tasas de crecimiento elevadas.

El sistema actual, llamado Bretton Woods II, está compuesto por dos elementos: un sistema informal de tipos de cambio fijos y la financiación del déficit por cuenta corriente de EUA para mantener esos tipos de cambio fijos. Ambos son dos caras de la misma moneda, como en el sistema de Bretton Woods.

El sistema informal de tipos de cambio fijos tiene al dólar estadounidense como moneda ancla y a las divisas de las economías asiáticas como monedas periféricas. Mediante una fuerte intervención en los mercados de divisas, los países asiáticos mantienen sus monedas subvaluadas respecto al dólar para sostener el crecimiento basado en las exportaciones destinadas principalmente al mercado estadounidense. En China la intervención es el resultado del establecimiento en 1994 de un tipo de cambio fijo a 8,28 yuanes por dólar, que fue modificado levemente (apreciando el yuan 2%) en julio de 2005. En las demás economías, incluida Japón, hay flotación sucia, la cual mantiene los tipos de cambio con el dólar dentro de unas bandas informales. Además, en la mayoría de los casos (pero sobre todo en las economías más dinámicas como China) los bancos centrales esterilizan la intervención en los mercados de divisas para evitar que la inflación se dispare.

Con su intervención en el mercado de divisas, los bancos centrales asiáticos financian los crecientes déficit por cuenta corriente estadounidenses, permitiendo a EUA mantener sus hábitos de elevado gasto. La intervención implica un aumento de las reservas de activos en dólares de los bancos centrales asiáticos; permite financiar la mayor parte del déficit por cuenta corriente estadounidense; y sostiene el crecimiento económico mundial. Según Roubini y Setser (2005: 2) en 2003 los bancos centrales financiaron 90% del déficit por cuenta corriente de EUA y en 2004 más de 70%. Es importante subrayar que la financiación del déficit estadounidense no viene de las decisiones individuales de miles de inversionistas privados (las bajas tasas de interés en EUA y las perspectivas de posible depreciación del dólar hacen las inversiones en otras partes del mundo más atractivas), sino de un pequeño grupo de bancos centrales fuertemente vinculados a los gobiernos y guiados por intereses políticos.

El sistema Bretton Woods original cayó en 1971 cuando los ataques especulativos contra el dólar forzaron a EUA a romper la convertibilidad con el oro y Nixon certificó su defunción dos años después. Desde que en 1965 la cantidad de dólares depositados en los bancos centrales mundiales excedió el valor del oro acumulado por EUA a la paridad establecida, se hizo evidente que el sistema no

sería sostenible, tal como sugería Triffin (1960).<sup>10</sup> Fue Francia quien inició las compras de oro a EUA.<sup>11</sup> Sin embargo, el entramado institucional de Bretton Woods permitió pactar soluciones para sostener el sistema hasta 1973, como el Pool del oro de 1961 o el acuerdo de 1968,<sup>12</sup> a las cuales se añadieron la creación de los derechos especiales de giro en 1969 y la imposición de controles de capitales que desincentivaban o prohibían la salida de dólares de EUA. El sistema Bretton Woods funcionó en la práctica durante más de una década, pero las realineaciones, los controles de capitales, los compromisos políticos y el marco institucional no fueron suficientes para que sobreviviera, cuando los dólares que había puesto en circulación el déficit de la cuenta corriente de EUA no pudieron ser respaldados. Este país cerró la ventana del oro en 1971 y después de presiones hacia la devaluación del dólar, el Bundesbank dejó apreciarse al marco alemán y las monedas europeas flotaron con él en 1973.

El sistema actual se asemeja al de finales de los años sesenta en cuanto a la co-dependencia. Sufre también de la inconsistencia, la cual supone que el crecimiento por exportaciones de los países de la periferia dependa del déficit por cuenta corriente estadounidense, financiado por las compras de activos en dólares para mantener el tipo de cambio estable respecto a un dólar que tiende a depreciarse.

Sin embargo, el sistema actual se diferencia del Bretton Woods original en que no cuenta con instituciones que lo supervisen y faciliten acuerdos en caso de conflicto; no se sustenta en ninguna vinculación entre la cooperación económica y la militar; se desarrolla en una economía con alta movilidad de capitales; la moneda de reserva no está anclada al oro; y hay otra moneda de reserva alternativa, el euro. Aunque la cooperación no está basada en un acuerdo vinculante ni bajo la vigilancia de un organismo multilateral, se ha sostenido por la percepción de ganancias mutuas y por un alto nivel de confianza por parte de todos los actores.

Según Dooley, Folkerts-Landay y Garber (2003, 2004, 2004b, 2004c, 2004d, 2004e) el sistema actual es estable, con el fin de evitar que sus monedas se aprecien con respecto al dólar —lo cual dañaría sus exportaciones y su crecimiento—

<sup>10</sup> El dilema de Triffin consistía en que la liquidez del sistema de Bretton Woods dependía de que EUA tuviera crecientes déficit por cuenta corriente. Pero estos déficit minaban la credibilidad de la paridad oro-dólar y la confianza en la sostenibilidad del sistema.

<sup>11</sup> En 1965 Francia compró oro por valor de 884 millones de dólares y en 1966 por 601 millones. Esto aumentó el precio del oro en dólares y así la presión sobre otros bancos centrales para imitar a Francia. En 1970 Bélgica y Holanda decidieron comprar oro y en 1971 se sumó Gran Bretaña, lo cual precipitó que EUA dejara de vender dicho metal.

<sup>12</sup> Según este acuerdo los bancos centrales se comprometieron a no convertir las reservas de dólares que tuvieran antes de 1968 en oro, aunque quedaban autorizados para convertir las reservas acumuladas con posterioridad a esta fecha (Eichengreen, 2004: 16).

las economías asiáticas y especialmente China deben seguir financiando el déficit por cuenta corriente de EUA. Según esta perspectiva el sistema resulta beneficioso para todos los participantes. Por lo tanto no existen incentivos para que ninguno de ellos varíe su comportamiento si los demás no lo hacen; se podría decir que es un equilibrio de Nash cooperativo y estable.

La economía norteamericana se beneficia porque sus ciudadanos pueden seguir incrementando su consumo presente gracias a la financiación externa (en 2004 EUA absorbió más de dos tercios del ahorro mundial); los tipos de interés se mantienen bajos a pesar del abultado déficit público, lo cual permite a los consumidores endeudarse y a las empresas invertir; y el diferencial de las tasas de crecimiento entre EUA y el resto de los países industrializados continúa siendo positivo. Además, de acuerdo a Wolf (2004c), ya que el déficit comercial se puede interpretar como la contrapartida exterior del déficit público, los enormes flujos de capital que provienen de los gobiernos extranjeros equivalen al mayor programa de ayuda exterior no oficial de la historia, en este caso en favor de EUA.

Por su parte, las economías asiáticas resultan beneficiadas con la estabilidad en los tipos de cambio y aprovechan que sus monedas se mantienen subvaluadas para aumentar su crecimiento gracias a las exportaciones hacia EUA. En particular, China es el país que tiene un mayor superávit comercial con esa nación. Por lo tanto, estos países han acumulado una cantidad de reservas sin precedentes. Según Summers (2004b) las reservas de los bancos centrales asiáticos aumentaron desde los 1.1 billones hasta los 1.8 billones de dólares entre finales de 2001 y 2003. Japón incrementó sus reservas en 265,000 millones, China en 191,000 millones (13% del PIB chino), India en 52,000 millones y las economías emergentes asiáticas en 163,000 millones. A principios de 2005, las reservas acumuladas por los bancos centrales asiáticos superaban los 2,4 billones de dólares. Aproximadamente 75% de las mismas estaban denominadas en dólares (Roubini y Setter, 2005: 20).<sup>13</sup> Para darse cuenta de la magnitud de esos incrementos, piénsese que en enero de 2005 las reservas de Taiwan (242,000 millones de dólares) eran mayores que las de toda Iberoamérica, y que las reservas de Japón y China ascendían a 845,000 y 711,000 millones de dólares respectivamente.

El sistema de Bretton Woods II produce externalidades sobre las economías de Europa, Iberoamérica y África y el resto de las que se encuentran fuera del mismo. En la zona euro los exportadores han perdido competitividad-precio, porque como el BCE apenas interviene en los mercados de divisas, el euro se encuentra

<sup>13</sup> Véase Higgins y Klitgaard (2004) para un detallado análisis de la evolución de las reservas de los bancos centrales.

soportando casi todo el ajuste cambiario y se está apreciando con respecto al dólar y a las monedas asiáticas mucho más de lo que lo haría si Bretton Woods II no existiera.<sup>14</sup> Pero, por otra parte, la fortaleza del euro abarata el precio del petróleo y ayuda a controlar la inflación, lo cual beneficia a la zona euro. Asimismo, a Europa, al igual que a Iberoamérica, le conviene que las tasas de interés en EUA se mantengan bajas o que suban con la mayor lentitud posible para ayudar al dinamismo y al crecimiento de la economía estadounidense, que continúa siendo el motor de la economía mundial. Por lo tanto, aunque en las declaraciones públicas de los líderes políticos europeos se señala la preocupación por la fortaleza del euro, no es posible afirmar categóricamente que la zona euro se vea perjudicada con el sistema.<sup>15</sup> En cualquier caso, lo único que pueden hacer los gobiernos de la zona euro para modificar la situación es presionar a las economías asiáticas para que revalúen sus monedas, algo que también están haciendo EUA y el G-7, o persuadir al BCE para que comience a intervenir.

## **2. Equilibrio cooperativo: ¿pacto de caballeros o terror financiero?**

En este punto hacemos un alto para observar detenidamente las consecuencias geopolíticas del arreglo monetario actual. En términos de teoría de juegos podríamos decir que en la actualidad Bretton Woods II es un equilibrio de Nash cooperativo dentro de un juego no cooperativo. Este equilibrio se puede interpretar de dos formas, que llamaremos pacto entre caballeros (equilibrio cooperativo por ganancias mutuas) y equilibrio del terror financiero<sup>16</sup> (equilibrio cooperativo para evitar pérdidas mutuas). Podría parecer que la distinción es irrelevante porque ambos se refieren a un equilibrio cooperativo; sin embargo en el pacto de caballeros EUA depende de las economías asiáticas (el poder de coerción reside en ellas), mientras que en el equilibrio del terror financiero éstas dependen de aquel, que es quien ostenta el poder de coerción según la terminología de Kirshner (1995).

En el pacto de caballeros se confía en la estabilidad del sistema y se intentan explotar los beneficios expuestos anteriormente (crecimiento asiático ba-

<sup>14</sup> Desde finales del 2002 hasta mayo de 2005 el dólar se ha depreciado 35% con respecto al euro, 17% con respecto a una canasta de todas las monedas, poco con respecto al yen japonés y a otras monedas asiáticas y nada con respecto al yuan chino (*The Economist*, 2004). Véase Bergsten y Williamson (2004) para una discusión de la evolución reciente del dólar.

<sup>15</sup> Por su parte, las economías exportadoras de materias primas y alimentos se benefician del gran crecimiento de las importaciones chinas, el cual se sostiene gracias a Bretton Woods II.

<sup>16</sup> Bautizado así por Larry Summers (Secretario del Tesoro durante la administración Clinton y actual presidente de la Universidad de Harvard); Summers (2004, 2004b), Roubini y Setser (2005) e Isbell (2004) han desarrollado esta idea más extensamente.

sado en exportaciones y elevado gasto estadounidense), por lo cual la mejor estrategia para cada banco central es cooperar y seguir financiando el déficit por cuenta corriente de EUA. En términos de ejercicio del poder de coerción, las economías asiáticas (y en particular China) tendrían una herramienta: la amenaza potencial de renunciar a financiar el déficit por cuenta corriente de EUA e iniciar una venta masiva de dólares en el mercado internacional de divisas; venta que generaría una subida de tipos de interés, una pérdida de confianza en la divisa estadounidense, una crisis financiera y una brusca contracción del gasto. El colapso de dólar perjudicaría a todas las economías, incluyendo las asiáticas, el que esta amenaza fuera creíble o no dependería de si el gobierno chino estuviera dispuesto a soportar daños económicos a condición de perjudicar a EUA. Pero en principio este recurso estratégico podría ser utilizado como moneda de cambio en negociaciones diplomáticas, desde aquellas de carácter económico (por ejemplo Ronda Doha de la OMC o el debate sobre la reevaluación del yuan) hasta las de tinte político (eventual crisis China-Taiwan o reforma del Consejo de Seguridad de la ONU).

Por el contrario, en el equilibrio del terror financiero las economías asiáticas continúan financiando el déficit por cuenta corriente de EUA porque se encuentran cautivas en una trampa: al haber acumulado cuantiosas reservas en activos denominados en dólares, los bancos centrales sufrirían enormes pérdidas de capital si se produjera una caída del dólar. Sirva como ilustración el siguiente cálculo:<sup>17</sup> los bancos centrales asiáticos tenían en enero de 2005 1.8 billones de dólares en reservas denominadas en dólares (75% del total de 2.4 billones de dólares), de tal suerte que si colapsara el sistema, una depreciación media del dólar de 30% con respecto a las monedas asiáticas equivaldría a pérdidas de 600,000 millones de dólares. Para el caso de China, ya que su banco central posee 75% de sus reservas en activos denominados en dólares, una depreciación de 33% del dólar con respecto al yuan generaría pérdidas de 150,000 millones de dólares, aproximadamente 10% de su PIB. Así, según el equilibrio del terror financiero los bancos centrales asiáticos harán lo que esté en sus manos para sostener el valor de la divisa estadounidense. Esto significa que financiarán crecientes déficit comerciales de ese país y tendrán mayores motivos para hacerlo cuanto mayor sea el déficit por cuenta corriente estadounidense, ya que un mayor déficit implica una mayor la depreciación esperada del dólar.

En este caso serían las economías asiáticas las que estarían atrapadas en un callejón sin salida y EUA quien ostentaría el poder de coerción. Esta nación

<sup>17</sup> Roubini y Setser (2005: 21).

podría seguir incurriendo en elevados déficit gemelos sin temer que el dólar se depreciara bruscamente porque las economías asiáticas (y también otras que han acumulado importantes reservas en dólares, como las de los países exportadores de petróleo) evitarían la caída del dólar para no experimentar pérdidas de capital.

Para terminar con la hipótesis del equilibrio del terror financiero, es preciso señalar que se descubre un caso interesante en el cual la cooperación no es óptima en términos dinámicos: mantener el sistema provoca que cuando éste colapse, todos los bancos centrales sufran pérdidas mayores que si hubieran decidido no cooperar en una fase anterior del juego o hubieran pactado distribuir los costes de abolir el sistema. Es decir, estamos ante un equilibrio cooperativo no beneficioso en términos dinámicos: aunque a corto plazo se evitan pérdidas mediante la cooperación, a partir de la caída del sistema en adelante (es decir, a largo plazo) se incurre en ellas y serán mayores cuanto más se haya cooperado anteriormente (cuantos más activos denominados en dólares compongan el stock de reservas del banco central asiático en cuestión). Se trata de una situación interesante, en el ámbito de financiación internacional donde las estrategias cooperativas normalmente son superiores a las no cooperativas.

En definitiva, podemos interpretar de dos formas opuestas el panorama geoestratégico que implica Bretton Woods II en función del tipo de hipótesis que se considere. Puesto que ambos son equilibrios cooperativos, discernir cuál de las dos hipótesis es la correcta se escapa al objetivo de este artículo y además es irrelevante para nuestro argumento. Simplemente es necesario señalar que las implicaciones geoestratégicas de cada hipótesis son diferentes. No obstante, en ambos casos se explica el equilibrio cooperativo actual en el sistema de Bretton Woods II.

La cuestión crucial es si este equilibrio cooperativo es sostenible o si el dólar caerá y EUA se verán obligados a contener su gasto bruscamente. Se puede adelantar que como todos los sistemas de tipos de cambio fijos, públicos o semiocultos, terminará desapareciendo; pero como se trata de la financiación exterior del gasto de la mayor economía del mundo y del sistema de tipo de cambio de dos gigantes asiáticos, es interesante preguntarse por la brusquedad de la ruptura.

### **3. El equilibrio no cooperativo: la insostenibilidad de Bretton Woods II**

Los creadores de la idea del Bretton Woods II defienden que el sistema es sostenible porque beneficia tanto a EUA como a las economías asiáticas y que podría durar varias décadas. Sin embargo, recientemente Garber (en Bergsten y Williamson, 2004: 235) ha asegurado que el sistema se prolongaría tan sólo ocho años, Mussa

(2004) ha afirmado que duraría cuatro y Roubini y Setser (2005) no creen que sobreviva hasta 2006. Nuestro objetivo aquí no es dar una fecha de su colapso, sino explicar cómo y en qué condiciones se produciría una ruptura brusca.

En las causas que producen la insostenibilidad del sistema se pueden considerar factores acumulativos, ellos provocan que los costes de mantenerlo sean mayores que sus beneficios y que los diferentes actores pierdan la confianza en la cooperación de los otros bancos centrales (financiando a EUA). A continuación analizamos dichas causas y seguidamente describimos el problema de acción colectiva que estimula el colapso.

### *3.1 Creciente déficit estadounidense*

El déficit por cuenta corriente estadounidense alcanzó en 2004 los 660,000 millones de dólares, casi 6% del PIB, porcentaje que no tiene precedentes en la historia de ese país.<sup>18</sup> Está alimentado fundamentalmente por el déficit comercial, ya que EUA exporta aproximadamente 11% de su PIB e importa aproximadamente 16%; es decir, las exportaciones cubren sólo unos dos tercios de las importaciones. Sin embargo, como explica Summers (2004b: 4) esto significa que si la economía mundial crece de forma equilibrada (con las importaciones y las exportaciones incrementándose a la misma tasa), el déficit por cuenta corriente de aquella nación tiene que crecer.

Además, la economía estadounidense está actualmente creciendo más que la media de sus socios comerciales, lo cual hace que las importaciones crezcan con mayor rapidez que las exportaciones. A ello se añade que empíricamente la elasticidad de las exportaciones estadounidenses respecto a la demanda externa, es menor que la elasticidad de las importaciones respecto a la demanda interna (que se conoce como efecto Houthakker-Magee).<sup>19</sup> Como consecuencia es probable que el déficit por cuenta corriente continúe deteriorándose a menos que se produzcan cambios importantes en los tipos de cambio y/o en los diferenciales de crecimiento. De hecho, la mayoría de las estimaciones apuntan en esa dirección. Roubini y Setser (2005) proyectan un déficit de 6.5% del PIB en 2006 y de 7.8% en 2008 y Mann (2004) calcula que, suponiendo que no hay cambios en las variables macroeconómicas fundamentales, el déficit alcanzará 13% del PIB en 2013.

<sup>18</sup> Durante la anterior etapa en la que hubo déficit gemelos en EUA, en la década de los ochenta bajo la presidencia de Reagan, el déficit por cuenta corriente nunca llegó al 4% del PIB.

<sup>19</sup> Véase Houthakker y Magee (1969).

El crecimiento del déficit por cuenta corriente estadounidense contribuye a crear dudas sobre su sostenibilidad (Summers 2004, Rogoff y Obstfeld, 2004, Roubini y Setser, 2005), ejerciendo presión sobre el sistema de Bretton Woods II. Rajan (2004), director de investigación del FMI, afirma que EUA puede sostener un déficit por cuenta corriente de 3% del PIB de forma indefinida gracias a su elevada productividad, a la estructura de la población y al papel del dólar como moneda de reserva internacional. Así, el déficit debería caer en casi tres puntos porcentuales para devolver la estabilidad a la economía mundial. El déficit actual es resultado de la baja tasa de ahorro, tanto pública como privada, y no de una creciente tasa de inversión.<sup>20</sup> Además, sólo 30% del capital que entra a EUA está financiando inversión, el resto financia consumo corriente que no genera rendimientos (Wolf, 2004c). Por último, el capital que entra a ese país se está concentrando en activos con vencimiento a un plazo cada vez menor.<sup>21</sup> Así se contribuye a mantener bajas las tasas de interés, lo cual lleva a los estadounidenses a endeudarse todavía más al tiempo que se acelera el crecimiento de los precios en el mercado inmobiliario.

La razón por la cual el déficit por cuenta corriente estadounidense ha podido alcanzar un nivel tan elevado es que el dólar es la moneda de reserva del sistema internacional, otorgándole una posición privilegiada a EUA y permitiéndole una flexibilidad macroeconómica y un bajo coste de financiación externa con los que no cuentan otros países. Sin embargo, una vuelta a niveles sostenibles implica la depreciación del dólar, un aumento del ahorro en EUA y un incremento de la demanda en Asia y Europa. Existen distintas estimaciones sobre cuál sería la depreciación necesaria del dólar –y con respecto a qué monedas– para solucionar los desequilibrios macroeconómicos internacionales. Todas oscilan entre 20 y 30% en términos ponderados por el comercio con respecto al nivel de mediados de 2004.<sup>22</sup> Si esto sucediera, nos encontraríamos ante el mayor *default* de deuda *de facto* de la historia, en forma de pérdidas de capital provocadas por la caída del valor de los activos denominados en dólares.

<sup>20</sup> La baja tasa de ahorro –situada en 1.3% del PIB, el nivel más bajo de los últimos cincuenta años– está siendo alimentada por el elevado déficit público y hace que EUA absorba cerca de 70% del ahorro mundial y se haya consolidado como el mayor deudor del mundo (Summers, 2004b). Además, las políticas de recortes de impuestos y aumento del gasto militar de la administración Bush, han transformado un superávit fiscal de 2% del PIB en 2000 a un déficit de 4.5% del PIB para 2004, lo cual implica un importante desahorro público. Para un análisis de la política fiscal comparativo de las administraciones Clinton (1992-2000) y Bush (2000-2004) véase Stiglitz (2003) y Pollin (2003).

<sup>21</sup> El vencimiento medio del stock total de la deuda de estadounidense era de 70 meses en 2000 y de 50 en 2004 (Roubini y Setser, 2005: 32).

<sup>22</sup> Véase Bergsten y Williamson (2004), Obstfeld y Rogoff (2004) y Mann (2004) y Blanchard *et al.* (2005).

En relación a la actitud estadounidense en Bretton Woods II podemos preguntarnos si la política fiscal expansiva de EUA (que alimenta el déficit exterior) es una acción cooperativa. Por una parte lo es al generar gasto y alimentar la demanda de importaciones de Asia. Pero por otra no lo es porque genera un déficit creciente por cuenta corriente, el cual requiere cada vez mayores acumulaciones de reservas por parte de los bancos centrales ejerciendo mayor presión sobre el sistema.

### *3.2 Crecientes costes para los bancos centrales*

Los bancos centrales asiáticos –no los inversionistas privados– son quienes financian la mayor parte del déficit por cuenta corriente estadounidense, concretamente 71% en 2003 (Higgins y Klitgaard, 2004: 6). De modo que cargan con los costos de sostener el sistema, los cuales son la intervención y esterilización y la exposición al riesgo, como veremos a continuación.

A medida que aumenta el déficit por cuenta corriente estadounidense y sus reservas denominadas en dólares, los bancos centrales tendrán cada vez más presión porque se enfrentarán a mayores tensiones inflacionistas y se expondrán a mayores pérdidas de capital si el dólar se deprecia. Roubini y Setser (2005: 29) realizan una simulación en la que muestran que si el déficit por cuenta corriente llegara a 7.1% del PIB en 2006 (900,000 millones de dólares) y a 8.6 en 2008 (1.15 billones de dólares), sostener el sistema Bretton Woods II requeriría una financiación acumulada cercana a los 4 billones de dólares. En este caso la deuda externa neta de EUA alcanzaría en 2008 los 7.35 billones de dólares, 50% de su PIB. Incluso si se estabilizara en 5.1% del PIB (poco probable), su deuda externa neta alcanzaría los 6.8 billones de dólares en 2008. Financiar este déficit requiere que los bancos centrales estén dispuestos a seguir interviniendo en los mercados de divisas y acumulando reservas.

Recordemos que la acumulación de reservas provoca presiones inflacionistas y requiere de una esterilización por parte de los bancos centrales con el objetivo de paliarlas, esterilización que tiene límites. La compra de activos denominados en dólares para mantener el ancla con el dólar genera un aumento de reservas e incrementa la oferta monetaria, dando lugar a una expansión del crédito y a presiones inflacionarias. Para esterilizar dicha operación los bancos centrales venden activos disminuyendo la liquidez del sistema. La esterilización puede continuar indefinidamente siempre que el banco central disponga de activos para ofrecer en el mercado o compre activos al gobierno.<sup>23</sup> En la práctica esta acción tiene

<sup>23</sup> Esta operación requiere que la monetización de la deuda pública esté permitida y que el banco central no sea independiente, no obstante sucede en la mayoría de las economías asiáticas.

costos crecientes porque los bancos centrales compran activos extranjeros con bajas tasas de interés y venden o emiten activos nacionales que deben tener alta rentabilidad para poder ser colocados en el mercado.

En el caso chino, Higgins y Klitgaard (2004: 5) estiman que aproximadamente 50% del incremento de reservas durante 2000-2003 fue esterilizado. Como el crecimiento de reservas en dicho periodo significó 9.2% del PIB y el crecimiento de la base monetaria 4.9% en relación al PIB.<sup>24</sup> Si el crecimiento de las reservas continúa a ritmos cada vez mayores la esterilización será cada vez más costosa, razón por la cual aparecerán presiones inflacionarias que ejercerán coacción sobre Bretton Woods II. Además, aunado a controles de capitales, el régimen cambiario chino dificulta los incrementos de las tasas de interés, por lo cual las bajas tasas de interés y la expansión de la base monetaria contribuyen a una peligrosa expansión del crédito ya que vuelve más vulnerable el débil sistema bancario chino y retrasa las reformas financieras y la apertura de la cuenta financiera.<sup>25</sup>

Por otra parte, como vimos previamente, cuanto más se incrementa la acumulación de reservas en dólares en los bancos centrales asiáticos, mayores son las pérdidas a las que estarían expuestas estas economías ante un colapso del sistema y depreciación del dólar. En definitiva, las pérdidas de capital esperadas son muy significativas y aumentan conforme el sistema se perpetúa.

### *3.3 El colapso del sistema*

Ante esta situación, los bancos centrales tienen una opción no cooperativa: dejar de aumentar sus reservas de dólares a la velocidad necesaria para sostener el sistema, y, en última instancia, vender dólares y migrar a otras monedas de reserva, con lo cual dejarían de proveer financiación barata para el déficit por cuenta corriente estadounidense. Cada estrategia individual tiene externalidades sobre los demás: si uno decide abandonar el sistema, el resto carga con más costos y a la inversa cuando decide permanecer. En cuanto varios estados decidan dejar de cooperar, la acción óptima de los demás será dejar de cooperar provocando que el sistema se derrumbe. Así, el banco central representativo sólo sigue cooperando si cree o apuesta a que los demás bancos lo harán. Cuando una masa crítica de bancos centrales apuesta a que los otros no lo harán, se produce el colapso dando lugar a una profecía autocumplida. Se puede decir que el banco representativo deja de confiar en la

<sup>24</sup> El grado de estabilización varía para los distintos países. Mientras que Japón apenas esterilizó para intentar salir de la deflación, otros países, como Singapur, Taiwan, India o Corea esterilizaron casi 100% de la compra de activos (Higgins y Klitgaard, 2004: 5).

<sup>25</sup> Véase Bustelo (2005) para un análisis de los costos y beneficios de una posible reevaluación del yuan.

cooperación de los demás, por lo cual su estrategia dominante pasa a ser no cooperar (reducir la velocidad de acumulación de activos en dólares) y el nuevo equilibrio es un dólar en caída libre y una contracción brusca del gasto estadounidense. Es decir, en el momento del colapso los bancos centrales son presa del problema de acción colectiva.

Siguiendo la literatura de crisis financieras de segunda generación no podemos determinar cuándo se produce el colapso, pero sí podemos decir que cuando se produzca un “suceso desencadenante” (*trigger*) el comportamiento simultáneo de todos los actores nos lleva de un equilibrio a otro. El suceso desencadenante es un acontecimiento que modifica súbitamente las expectativas de los agentes sobre las estrategias que van a seguir los demás.

En el peor de los escenarios, el colapso del sistema podría provocar una recesión global, la cual estaría basada en una brusca e intensa depreciación del dólar, una fuerte subida de las tasas de interés de los activos denominados en dólares<sup>26</sup> y una fuerte contracción de la demanda en EUA.

#### **4. Intereses geoestratégicos e instituciones inexistentes**

En la sección anterior hemos explicado el colapso del sistema cuando se alcanza una masa crítica de bancos centrales que, ante la aparición de un suceso desencadenante, apuestan a que los demás no cooperarán y, entonces, deciden dejar de cooperar. Dicha determinación se encuentra influida por los intereses individuales y se toma en un contexto institucional concreto, a continuación tratamos estos dos aspectos.

La decisión de cada banco central individual es finalmente de carácter político, está influida por su apuesta sobre la estrategia de los demás pero también por sus relaciones diplomáticas con los otros estados (especialmente con EUA) y por sus intereses geopolíticos. Serán estos aspectos los que determinen la decisión de cada banco central y, por ende, si se alcanza o no una masa crítica de ellos para provocar el colapso. Por ejemplo, en febrero de 2005 Corea del Sur anunció que vendería parte de sus reservas en dólares para reducir el riesgo de su cartera de activos y mejorar su rentabilidad esperada, generando gran nerviosismo en los mercados.<sup>27</sup> Sin embargo, al día siguiente rectificó, pero Rusia y Malasia decidieron unilateralmente comenzar a diversificar sus reservas reduciendo la proporción

<sup>26</sup> Roubini y Setter (2005: 10) citan fuentes de distintos bancos de inversión las cuales afirman que el sistema Bretton Woods II está reduciendo las tasas de interés de los activos denominados en dólares en hasta 200 puntos básicos.

<sup>27</sup> *Financial Times* (2005).

de dólares en sus carteras en 2004 y EUA no pudo evitarlo. Por su parte, los países exportadores de petróleo anunciaron que se encontraban analizando la posibilidad de hacer lo mismo para invertir en activos con una mayor rentabilidad (Roubini y Setser, 2005). Se observa entonces que la decisión sobre la compra o venta de activos en dólares de cada país responde a sus intereses políticos y relaciones geoestratégicas, además de que puede ser utilizada como instrumento de presión diplomática.

En otro sentido, la ausencia de un marco institucional de supervisión del sistema Bretton Woods II dificulta la cooperación ante un suceso desencadenante. A pesar de que los intereses individuales por sostener el sistema sean fuertes (por ejemplo, con el objetivo de cultivar la relación con EUA) al no haber instituciones específicamente del sistema, no existe un foro de negociación ni un mecanismo que facilite la consecución de acuerdos sobre cómo repartir el peso de financiar el sistema. Así, cuantos más países diversifiquen sus carteras para reducir el riesgo de tipo de cambio, mayor será el peso que tendrán que soportar los demás. Eichengreen (2004) ha señalado además que los países de la periferia del sistema no son un grupo homogéneo, por lo cual tendrán mayores dificultades para coordinarse y cooperar que las mantenidas por los países de la periferia del sistema Bretton Woods original; finalmente, en el la cooperación financiera estaba estrechamente ligada con la geopolítica y la seguridad (Walter, 1991), lo cual no sucede actualmente.

## **Conclusiones**

La actual situación de co-dependencia financiera entre EUA y Asia, bautizada como Bretton Woods II, responde a una estructura de equilibrios múltiples que podría dar lugar a una crisis financiera de segunda generación donde los especuladores serían los bancos centrales. El equilibrio actual responde a estrategias cooperativas, se puede interpretar como un pacto de caballeros o como el equilibrio del terror, con diferentes consecuencias políticas. En cualquier caso, la intervención en los mercados de divisas para mantener sus monedas subvaluadas está permitiendo a las economías asiáticas crecer gracias a las exportaciones a EUA, quien mantiene un elevado nivel de gasto. Pero al financiar el creciente déficit por cuenta corriente estadounidense mediante la acumulación de reservas en dólares, los bancos centrales asiáticos se están exponiendo a pérdidas de capital cada vez mayores si el dólar se deprecia. Cualquier suceso desencadenante podría forzar el paso a un equilibrio no cooperativo implicando el colapso del sistema, la caída del dólar y la reducción brusca del gasto estadounidense, con graves consecuencias para la economía mundial.

Hemos mostrado que el paso de un equilibrio a otro depende conjuntamente de la coordinación entre los bancos centrales asiáticos para seguir sosteniendo el sistema y que en la decisión de cada banco influyen valoraciones geoestratégicas. Se trata de un problema de acción colectiva según el cual, desde el momento en que se perciba que la depreciación del dólar es inevitable, a todos los bancos centrales les interesará deshacerse de las reservas de dólares para reducir sus pérdidas, es decir, dejar de cooperar. Si una masa crítica de bancos centrales vende dólares simultáneamente (o simplemente dejan de comprarlos al ritmo necesario para financiar a EUA) provocarán el colapso del dólar. La falta de instituciones de cooperación que permitan coordinar las acciones de los distintos bancos centrales hace más difícil sostener el sistema ante un suceso desencadenante que genere un cambio en las expectativas.

La crisis es probable pero no inevitable. El dilema al cual se enfrenta la economía mundial consiste en lograr el ajuste cambiario sin pasar por una recesión, lo cual requiere importantes cambios que reduzcan los desequilibrios macroeconómicos internacionales. Un aumento de la tasa de ahorro en EUA que reduzca sus déficit gemelos es el elemento clave. Paralelamente, un aumento de la demanda en Europa y Japón y la reevaluación de algunas de las monedas asiáticas, contribuirían a evitar que la reducción del gasto norteamericano se tradujera en una reducción del crecimiento mundial. En conclusión, se trata de lograr un ajuste gradual coordinado que sienta las bases de un crecimiento sostenible a largo plazo.

Sin embargo, existen varios obstáculos para el ajuste ordenado. Por parte de EUA, la estrategia de seguridad de la administración Bush implica un aumento del gasto militar. Asimismo, los recortes de impuestos y los planes de privatización de la Seguridad Social suponen una reducción de ingresos. En definitiva, si no se producen cambios en la política fiscal, el déficit público estadounidense podrá continuar creciendo haciendo que el déficit por cuenta corriente se incremente. China, por su parte, tiene incentivos para seguir financiando a EUA porque necesita sostener durante la próxima década un crecimiento del PIB como el de los últimos años (cerca del 9%) para absorber a los más de doscientos millones de trabajadores no calificados en desempleo que viven en la pobreza en las áreas rurales;<sup>28</sup> sólo si lo consigue podrá completar sus reformas sin pasar por una crisis social o económica. En este sentido, el gobierno chino estaría comprando paz social interna financiando el sobreconsumo estadounidense y retrasando una mayor

<sup>28</sup> Véase Bustelo (2004) para un análisis de las vulnerabilidades de la economía China y sus perspectivas de crecimiento futuras.

revaluación del yuan. Por último, la Unión Europea no ha reemplazado a EUA como una fuente de demanda mundial, lo cual también dificulta el ajuste.

Para la zona euro, el sistema Bretton Woods II abre un interrogante y una oportunidad. Por una parte, mientras el sistema continúe el euro se apreciará respecto al dólar aumentando la presión política sobre el BCE para que intervenga y debilite al euro. Crucialmente, estas intervenciones supondrían que el euro pasara a formar parte de la periferia del sistema. Por otra parte, las expectativas sobre una futura depreciación del dólar aumentan el potencial del euro como moneda de reserva internacional.

Es improbable que el BCE intervenga para debilitar al euro porque actuaría contra su principal mandato (estabilidad de precios), ya que le interesa un euro fuerte ante la amenaza de aumento de los precios del petróleo y no está preparado institucionalmente para la esterilización de intervenciones a gran escala en los mercados de divisas. Además, la tendencia a la depreciación del dólar facilita que el euro gane cuotas de mercado al dólar en el mercado oligopólico de monedas de reserva internacional, algo que beneficia a la Unión Europea aunque no se haya manifestado públicamente en este sentido. Conforme los bancos centrales incrementen la proporción de reservas denominadas en euros, la zona euro comenzará a disfrutar de algunos de los privilegios de los cuales hasta ahora sólo se ha beneficiado EUA: mayores ingresos por señoriaje, flexibilidad para el diseño de la política macroeconómica, financiación externa a menor costo y mayor influencia política, incluyendo capacidad de coerción.

### Referencias bibliográficas

- Bergsten, F. y J. Williamson (eds.) (2004). *Dollar Adjustment: How far? Against what?*, Washington DC: Institute for International Economics.
- Blanchard, O., F. Giavazzi, y F. Sa (2005). "The U.S. Current Account and the Dollar" en MIT, *Department of Economics Working Paper 05-02*, disponible en: ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=655402](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=655402)).
- Bustelo, P. (2004). "¿Está la economía china abocada a una crisis?" en *Real Instituto Elcano*, Documento de Trabajo 47/2004, disponible en: (<http://www.realinstitutoelcano.org/documentos/135.asp>).
- (2005). "China, el yuan y los desequilibrios monetarios internacionales" en *Real Instituto Elcano*, ARI núm. 7/2005.
- Cohen, B. (2003). "Global Currency Rivalry: Can the Euro Ever Challenge the Dollar?" en *Journal of Common Market Studies*, núm. 41: 575-595.

- (2003b). “The geopolitics of currencies and the future of the international system”, en *Real Instituto Elcano*, Documento de Trabajo.
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2003). *An Essay on the Revived Bretton Woods System*, NBER Working Paper 9971.
- (2004). *The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates & Exchange Rates in Center Countries*, NBER Working Paper 10332.
- (2004b). *Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery*, NBER Working Paper No. 10626.
- (2004c). *The US Current Account Deficit and Economic Development: Collateral for a Total Return Swap*, NBER Working Paper 10727.
- (2004d). “The Cosmic Risk: An Essay on Global Imbalances and Treasuries” en *Deutsche Bank*, febrero.
- (2004e). “The Revived Bretton Woods System: Alive and Well” en *Deutsche Bank*, diciembre.
- Eichengreen, B. (1996). *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton, N. J.: Princeton University Press.
- (2004). *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, NBER Working Paper 10497.
- Flood, R. P. y Marion, N. P. (1999). “Perspective on Recent Currency Crisis Literature” en *International Journal of Finance and Economics*, núm. 4: 1-26.
- Financial Times* (2005). “Dollar falls amid fears central banks diversifying”, 22 de febrero.
- Gilpin, R. (1987). *The Political Economy of International Relations*, Princeton, N. J.: Princeton University Press.
- Garber, P. (2004). “Comment” en F. Bergsten and J. Williamson (eds.), *Dollar Adjustment: How far? Against what?*, Washington, D. C.: Institute for International Economics.
- Greenspan, A. (2004). “Euro in Wider Circles”, Remarks at the European Banking Congress 2004, Frankfurt, 19 de noviembre.
- (2005). Remarks on the Current account at Advancing Enterprise 2005, conferencia, Londres, 4 de febrero.
- Higgins, M y Klitgaard, T. (2004). “Reserve Accumulation: Implications for Global Capital Flows and Financial Markets” en *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 10, núm. 10, Federal Reserve Bank of New York.
- Houthakker, H. y S. Magee (1969). “Income and Price Elasticities in World Trade” en *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, vol. 51(2), pp. 111-125.
- IMF (2004). *World Economic Outlook*, abril, Washington D. C.

- Isbell, P. (2004). "Bush versus Kerry: the economy in the balance? (II)" en *Análisis del Real Instituto Elcano*, 163/2004.
- Kirshner, J. (1995). *Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power*, Princeton: Princeton University Press.
- Mann, C. (2004). "Managing Exchange Rates: Achievement of Global Re-balancing or Evidence of Global Co-dependency?" en *Business Economics*, julio.
- Mussa, M. (2004). "Comment" en C. Fred Bergsten and John Williamson (eds.). *Dollar Adjustment: How far? Against what?*, Washington, D. C: Institute for International Economics.
- Obstfeld, M. (1994). "The Logic of Currency Crises" en *Banque De France-Cahiers, Economiques et Monétaires*, núm. 43.
- (1996). "Models of Currency Crisis with Self-Fulfilling Features", en *European Economic Review*, 40.
- y Rogoff, K. (2004). *The Unsustainable US Current Account Position Revisited*", NBER Working Paper 10869.
- Pollin, R. (2003). *Contours of Descent: US Economic Fractures and the Landscape of Global Austerity*, Londres y Nueva York: Verso.
- Roach, S. (2004). "Twin Deficits at the Flashpoint?" en Morgan Stanley Dean Witter *Global Economic Forum*, 16 de agosto de 2004.
- Roubini, N. y B. Setser (2005). "Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of Hard Landing in 2005-2006", presentado en la conferencia *Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?*, Federal Reserve Bank of San Francisco y UC Berkley.
- Stiglitz, J. (2003). *Los felices noventa. La semilla de la Destrucción*, Madrid: Taurus.
- Summers, L. H. (2004). "The United States and the Global Adjustment Process", conferencia en el *Institute for International Economics*, Washington D. C., marzo.
- Summers, L. H. (2004b). "The U.S. Current Account Deficit and the Global Economy", *Per Jacobsson Lecture*, septiembre.
- The Economist* (2004). "The disappearing dollar", 4 de diciembre, 2005.
- Walter, A. (1991). *World Power and World Money*, New York: St. Martin's Press.
- Wolf, M. (2004). "America is now on the comfortable path to ruin" en *Financial Times*, 18 de agosto.