

ISSN: 1576-0162

## CHINA, ESTADOS UNIDOS Y EL FUTURO DE BRETTON WOODS II

### *CHINA, THE UNITED STATES AND THE FUTURE OF BRETTON WOODS II*

*Federico Steinberg*

Real Instituto Elcano y Universidad Autónoma de Madrid  
fsteinberg@rielcano.org; federico.steinberg@uam.es

Recibido: diciembre de 2009; aceptado: junio de 2010

#### RESUMEN

Este artículo analiza las posibilidades de continuidad del equilibrio financiero que ha sido bautizado como Bretton Woods II y que tiene como centro las relaciones económicas entre China y Estados Unidos. Si se mantienen las políticas actuales los desequilibrios macroeconómicos globales volverán a reproducirse, lo que tendrá serias implicaciones para la gobernanza económica global porque una de las principales causas de la crisis financiera internacional que estalló en 2008 fueron estos desequilibrios. Las dos posibles salidas traumáticas de Bretton Woods II se producirían si China diversificara sus reservas (lo que podría generar una crisis del dólar) y si Estados Unidos impusiera aranceles unilaterales a China (lo que podría debilitar el sistema multilateral de comercio). Ambas opciones tendrían un impacto negativo sobre el crecimiento y la estabilidad de la economía mundial.

*Palabras clave:* China; Estados Unidos; Crisis financiera; Cooperación; Reservas; Interdependencia; Dólar.

## ABSTRACT

This paper examines the future prospects of the financial regime that has been dubbed Bretton Woods II and which has at its core commercial and financial relations between China and the United States. If there are no changes in current economic policies global macroeconomic imbalances will grow again. This has serious implications for global economic governance as one of the main causes of the international financial crisis were those imbalances. The two possible traumatic exit options for the Bretton Woods II regime are that China diversifies its reserves (which could trigger a dollar crisis) and that the United States imposes unilateral tariffs on China (which could weaken the multilateral trading system). Both options would have a negative impact on the growth and stability of the global economy.

Keywords: China; United States; Financial Crisis; Cooperation; Reserves; Interdependence; Dollar.

*Clasificación JEL:* F0, F3, F31, F33, F42



## INTRODUCCIÓN.

Durante las últimas décadas el epicentro de la economía mundial se ha ido desplazando desde el Atlántico, donde estuvo durante los años sesenta y setenta, hacia el Pacífico. Así, tras un siglo XIX de dominio económico europeo y un siglo XX de dominio estadounidense, el siglo XXI se aventura incierto, pero puede afirmarse que las grandes claves de la cooperación y el conflicto económico internacional tendrán como escenario principal Asia-Pacífico (incluyendo India). Esto no significa que la Unión Europea y otros países emergentes como Brasil o Rusia vayan a ser irrelevantes. Sin embargo, los principales focos de riesgo para la estabilidad del sistema multilateral de comercio o para el mantenimiento de los equilibrios macroeconómicos y energéticos globales tendrán más que ver con las actitudes de Estados Unidos y China que con el comportamiento de otros países. Además, si se tiene en cuenta que Estados Unidos es una potencia hegemónica en declive mientras que China es una potencia en auge con claras aspiraciones hegemónicas a largo plazo, la relación entre estos dos países, que ya se conoce como el G-2, será clave. Conviene recordar que los pocos cambios en la hegemonía mundial que se han producido a lo largo de la historia siempre han sido violentos y traumáticos. Por ello, es importante analizar los potenciales focos de cooperación y conflicto entre estas dos potencias. Esto es lo que pretende hacer este artículo.

A lo largo de las próximas páginas se analiza la evolución de los intercambios comerciales y financieros entre Estados Unidos y China y se evalúa cómo la crisis financiera global y la recesión que la ha seguido podría modificarlos. Para ello, se exploran las posibilidades de continuidad del equilibrio financiero que ha sido bautizado como Bretton Woods II (y que tiene como centro el G-2), así como las probabilidades de una crisis del dólar. Si se mantienen las políticas actuales y se reproducen las tendencias de los últimos años, las previsiones del FMI (2009) indican que los desequilibrios macroeconómicos globales volverán a aparecer. Esto tiene serias implicaciones para la gobernanza económica global porque como han señalado entre otros Wolf (2006) y De la Dehesa (2009), una de las principales causas de la crisis financiera internacional que

estalló en 2008 fueron estos desequilibrios, que estaban causados por el exceso de ahorro de China y el exceso de consumo en Estados Unidos.

La continuidad de Bretton Woods II depende en gran medida de la política cambiaria que siga China y de la política comercial que siga Estados Unidos en relación a China: si China diversifica sus reservas podría generar una crisis del dólar y si Estados Unidos impone aranceles unilaterales a China para forzar una reevaluación de su moneda (como ya hizo con Japón y Alemania en 1971) podría debilitar el sistema multilateral de comercio. Ambas opciones tendrían un impacto negativo sobre el crecimiento de la economía mundial. Por lo tanto, la dinámica del G-2 condicionará la estabilidad económica internacional en los próximos años.

La estructura del artículo es la siguiente. Primero se analiza cómo han evolucionado las relaciones comerciales y financieras entre Estados Unidos y China. Se destaca que a pesar de que ambas potencias se han vuelto cada vez más interdependientes en los últimos años, su relación es asimétrica, tanto por las diferencias en la estructura económica de ambos países como por el margen de maniobra que tiene sus gobiernos. A continuación se plantean las bases del equilibrio bautizado como Bretton Woods II y se explora su viabilidad futura a medio plazo, una vez que la recesión global que comenzó en 2008 haya quedado atrás. Se analizan especialmente las políticas cambiarias y comerciales que podrían causar una salida traumática del equilibrio actual y qué implicaciones tendrían para la estabilidad económica global.

### 3. INTERDEPENDENCIA ASIMÉTRICA EN EL G-2.

En el año 2005, Fred Bergsten, Director del Petersen Institute for International Economics de Washington, lanzó la idea de crear un G-2 entre Estados Unidos y China al considerarlas las dos potencias imprescindibles para gobernar la globalización (Bergsten 2009a). La propuesta se basaba en que son las economías más grandes del mundo (si los países de la zona euro se contabilizan por separado), son dos de las principales potencias comerciales, generaron la mitad del crecimiento mundial en los años anteriores a la crisis, son los dos mayores emisores de gases de efecto invernadero, son la base de los desequilibrios macroeconómicos globales y son los líderes, respectivamente, de los países industrializados y de las potencias emergentes. Más allá de que esta última afirmación sea discutible y de que Bergsten estuviera dejando deliberadamente en un segundo plano a los países de la Unión Europea, la idea del G-2 pretendía poner a Estados Unidos y a China en un plano de igualdad que forzara a China a tomar una actitud más responsable y menos oportunista en asuntos económicos internacionales, sobre todo en lo relativo a su política cambiaria y energético-climática.

Sin embargo, esta pretensión oculta que, más allá de que las economías estadounidense y china sean cada vez más interdependientes, sus relaciones son asimétricas porque tienen diferencias estructurales en cuanto a sus niveles de

desarrollo, margen de maniobra política de sus gobiernos y problemas internos. Así, aunque Estados Unidos continúa siendo la gran superpotencia militar y el país más influyente de la escena internacional, es una potencia hegemónica en declive. A pesar de tener una renta per cápita (medida en paridad del poder adquisitivo) de casi 47.000 dólares, su peso económico relativo continúa mermando y durante los últimos años la Administración Bush ha dilapidado gran parte de su poder blando, algo que el Presidente Obama todavía no ha podido subsanar completamente. Además, su dependencia energética y su creciente posición deudora suponen importantes vulnerabilidades a medio y largo plazo (Cline 2005), especialmente en un momento en el que el dólar se encuentra por primera vez cuestionado como moneda hegemónica de reserva internacional.

Por su parte, China ya es un potente actor global, un importante líder regional y un claro proyecto de potencia hegemónica. Sin embargo, continúa siendo una superpotencia económica en desarrollo aunque vaya a convertirse en la mayor economía del mundo en torno al año 2030 y esté mucho más integrada en la economía mundial que Estados Unidos o la Unión Europea. Aunque su renta per cápita (medida en paridad del poder adquisitivo) apenas supera los 5.000 dólares y se enfrenta al difícil reto de evitar una fractura social por su creciente desigualdad interna, tienen el potencial económico, tecnológico, demográfico y militar para rivalizar con Estados Unidos durante las próximas décadas. Entre sus vulnerabilidades se encuentran su delicada situación sociopolítica interna, su régimen autoritario, su precario sistema financiero y su falta de liderazgo y legitimidad en el ámbito externo. En este sentido, por el momento, China ha preferido comportarse como un hábil *free rider* del sistema, que explota los claroscuros de las reglas globales sin asumir las responsabilidades que le corresponderían para contribuir a resolver los retos globales, desde el cambio climático hasta la gobernanza del comercio y las finanzas mundiales.

En este contexto, durante los últimos años las relaciones entre Estados Unidos y China se han vuelto más intensas y también más conflictivas. En el ámbito económico, y como veremos en detalle en la siguiente sección, tanto el comercio como las inversiones han crecido a tasas muy elevadas. Pero una vez más estas relaciones no han sido simétricas ni equilibradas: China se ha convertido en la principal fuente de financiación del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y ha acumulado las mayores reservas del mundo, casi 2,47 billones a mediados de 2010. Por su parte, los consumidores estadounidenses han sido el principal motor del espectacular crecimiento de la economía china y las empresas multinacionales estadounidenses han liderado la inversión extranjera directa en China.

Esta mayor intensidad e interdependencia ha llevado a crecientes fricciones, que casi siempre han tomado la forma de denuncias de Estados Unidos hacia la política comercial, cambiaria, laboral o de protección de los derechos de propiedad intelectual practicada por China. También se ha producido

una creciente hostilidad, así como gestos nacionalistas y proteccionistas en Estados Unidos hacia las inversiones chinas, que han encontrado la entrada bloqueada a determinados sectores que el Congreso estadounidense ha declarado estratégicos, como la energía. Por último, aunque China ha mantenido un perfil bajo en los organismos económicos internacionales, sus posiciones han chocado con las de Estados Unidos, tanto en la ronda de Doha de la Organización Mundial de Comercio (OMC) como en la reforma del Fondo Monetario Internacional (FMI) o en la Organización para la Cooperación Económica en Asia Pacífico (APEC).

Aunque las tensiones han ido en aumento y se han multiplicado las acusaciones contra la actitud oportunista y anti-cooperativa de China, Estados Unidos no se ha atrevido a ir más allá de la crítica. No han planteado ni sanciones comerciales contra China ni otro tipo de acciones unilaterales que pudieran violar las reglas del juego de la economía mundial porque tanto las empresas como el gobierno estadounidense reciben enormes beneficios de los intercambios económicos con China. De hecho, en un intento de suavizar estas tensiones y lograr que China sea un actor más leal y cooperativo, Estados Unidos y China lanzaron en 2006 el Diálogo Estratégico y Económico (US-China *Strategic Economic Dialogue*), un encuentro bianual al máximo nivel para lidiar con la relación económica bilateral y el papel de China en la gobernanza económica global.<sup>1</sup>

Este foro no ha servido para lograr acuerdos sustanciales ya que China no ha flexibilizado plenamente su política cambiaria y tanto el superávit comercial como las reservas chinas han continuado creciendo. Sin embargo, los encuentros semestrales que han tenido lugar en el contexto de este Diálogo han permitido gestionar de forma relativamente satisfactoria algunos conflictos menores que han surgido a lo largo de los últimos años. También han evitado el establecimiento de aranceles unilaterales por parte de Estados Unidos y han servido de foro para relajar las tensiones diplomáticas y aumentar el entendimiento mutuo de ambas potencias en una amplia gama de temas. Aún así, como veremos a continuación los desequilibrios más peligrosos de la relación bilateral han continuado creciendo a pesar de que la crisis financiera global ha reducido los flujos comerciales globales.

#### 4. INTENSOS FLUJOS DE COMERCIO E INVERSIÓN.

Las relaciones económicas bilaterales entre China y Estados Unidos han aumentado de forma espectacular durante la última década. La principal causa de esta creciente interdependencia es la rápida integración de la economía China en la economía global. El proceso de apertura económica gradual iniciado por China en 1978 y su entrada en la OMC en 2001 constituyen los dos hitos fundamentales de la internacionalización de su economía. Sin embargo, dos rasgos de este proceso resultan especialmente llamativos.

<sup>1</sup> Para un análisis de la evolución y resultados del Strategic Economic Dialogue véase Paulson (2008) y Bergsten (2008).

Primero, que la economía China, que ya es la tercera exportadora mundial y la cuarta importadora, se encuentra mucho más abierta al exterior que otras superpotencias. Así, el peso de sus exportaciones sobre el PIB se acerca al 30%, mientras que para el caso de Estados Unidos la cifra no llega al 10%, para la Unión Europea se sitúa en el 11% y para el conjunto de la economía mundial es del 23% (FMI, 2009).

Segundo, que en menos de treinta años China ha logrado multiplicar por siete su cuota en el comercio mundial. Ha pasado del 1% en 1978 al 7% en 2007 y se espera que alcance el 15% en 2030. Además, sus exportaciones se están volviendo mucho más sofisticadas que lo que correspondería a su nivel de desarrollo (Rodrik, 2006). Esto significa que los productos que China vende al exterior están incorporando valor añadido a un ritmo mucho más rápido del esperado, por lo que están entrando a competir con las manufacturas de otros países en un gran número de segmentos de mercado y no sólo en los bienes intensivos en trabajo poco cualificado.

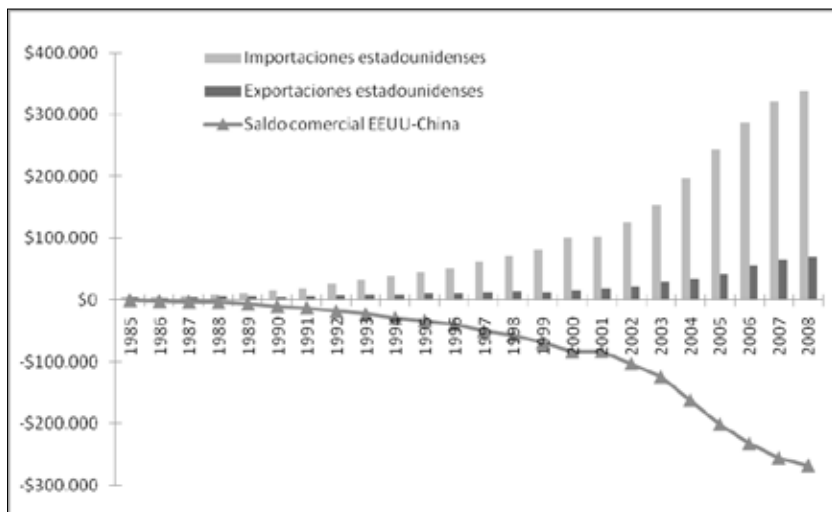
Durante los años noventa Estados Unidos se sintió relativamente cómodo con la rápida internacionalización de la economía China. La adopción gradual de la economía de mercado en el marco de un régimen político autoritario convertía a China en un buen socio para las empresas estadounidenses. Aunque hasta 2004 China no se comprometió a defender la propiedad privada, otorgaban estabilidad política y suficiente seguridad para las inversiones extranjeras, que aprovechaban los bajos salarios de China para acelerar el proceso de deslocalización industrial. Los consumidores estadounidenses disponían de importaciones baratas y éstas a su vez ejercían un efecto de contención sobre la inflación en Estados Unidos, lo que permitía que la política monetaria de la Reserva Federal tuviera un mayor margen de maniobra. Por último, el proceso de liberalización económica chino significaba un nuevo ejemplo de la superioridad del capitalismo tras la caída del muro del Berlín. Por ello, Estados Unidos defendió la entrada de China en la OMC, confiando en que así obligaría al gigante asiático a jugar con reglas establecidas por las potencias occidentales.

Pero a medida que las relaciones comerciales bilaterales se intensificaban se fue incrementando el déficit comercial de Estados Unidos con China, que pasó de 103.000 millones de dólares en 2002 a casi 270.000 millones dólares en 2008 (ver Gráfico 1).

Este acelerado deterioro modificó la percepción de la opinión pública estadounidense acerca del proceso de apertura económica china. Desde entonces, China se convertiría en un fácil chivo expiatorio tanto para la pérdida de empleos de baja cualificación en Estados Unidos como para los desequilibrios macroeconómicos globales. Algo similar había sucedido con Japón en los años ochenta (Gilpin, 1987).<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Para un completo análisis de cómo se interpretan los riesgos y oportunidades que para Estados Unidos supone el auge de China véase Bergsten et ál. (2008).

GRÁFICO 1: COMERCIO DE BIENES CHINA-EEUU (MILES DE MILLONES DE DÓLARES).



Fuente: US Census Bureau.

Es importante señalar que desde un punto de vista macroeconómico el déficit o superávit comercial bilateral que un país tenga con otro es un dato irrelevante.<sup>3</sup> Lo importante, en todo caso, es el déficit o superávit total en relación al resto del mundo (aunque también puede decirse que un déficit por cuenta corriente no es un problema mientras pueda financiarse). Por ejemplo, la zona euro, al igual que Estados Unidos, tiene un importante y creciente déficit por cuenta corriente con China (de cerca de 170.000 millones de euros en 2007), pero su cuenta corriente total está aproximadamente en equilibrio (registra un déficit de apenas el 0,4% de su PIB), por lo que no supone un problema en términos de financiación.

Sin embargo, en el caso estadounidense, el elevado déficit bilateral con China se combina (y en parte explica) un elevado déficit por cuenta corriente, que aunque descendió durante 2008 y 2009 por la recesión en Estados Unidos, todavía se sitúa por encima del 3% del PIB estadounidense, más de 500.000 millones de dólares. Este déficit tiene varias causas. Las principales son la baja tasa de ahorro estadounidense y las bajadas de impuestos unidas al aumento del déficit público durante la Administración Bush, que alimenta los déficit gemelos, público y externo. Además el paquete de estímulo fiscal que la Administración Obama aprobó en 2009 para hacer frente a la crisis, unido al coste que supondrá la reforma sanitaria en los próximos años, también contribuirán de manera sustancial a incrementar el déficit.

<sup>3</sup> Para un análisis detallado véase Obstfeld y Rogoff (1996).



Pero más allá de estas causas internas, como desde 1995 China interviene para mantener subvaluado su tipo de cambio y además el mercado laboral estadounidense es muy flexible –lo que genera que el aumento de las importaciones chinas se traduzca en una rápida pérdida de empleos en el sector de cualificación baja y media– la clase política norteamericana ha empezado a culpar a China del déficit comercial bilateral. De hecho, el propio Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal planteó en 2005 la hipótesis del *Global Savings Glut*, según la cual el déficit estadounidense estaría causado por el exceso de ahorro de China y de otras economías emergentes y no por las políticas estadounidenses (Bernanke, 2005).

Así, en un contexto en el que la inseguridad económica de la ciudadanía estadounidense ha ido en aumento y en el que aparecen crecientes sentimientos económicos proteccionistas se ha ido extendiendo lo que se conoce como *china-bashing*, culpar injustificadamente y por motivos políticos a China de los problemas económicos internos de Estados Unidos.<sup>4</sup>

En 2005, Estados Unidos llegó a acusar a China formalmente de utilizar su política de tipo de cambio como un instrumento ilegal de promoción de sus exportaciones y el Congreso estadounidense propuso la ley Schumer-Graham (que toma su nombre de los congresistas que la plantearon), por la que elevarían en un 27,5% los aranceles a todos los productos Chinos que entraran en Estados Unidos a menos que se produjera una reevaluación del yuan con respecto al dólar de la misma cuantía. El objetivo de la ley era aliviar la competencia que sufrían los productores estadounidenses sin modificar las políticas económicas internas. Finalmente, el Congreso estadounidense optó por no establecer estos aranceles ya que China modificó ligeramente su política cambiaría y permitió al yuan apreciarse ligeramente entre mediados de 2005 y principios de 2008. Además, según se iba intensificando la recesión la caída de las importaciones totales estadounidenses redujo el déficit por cuenta corriente de por debajo del 3,5%, lo que calmó temporalmente las presiones proteccionistas en el Congreso norteamericano. Sin embargo, como el déficit bilateral con China ha continuado aumentando tras el estallido de la crisis, todo parece indicar que las presiones proteccionistas y las acusaciones de competencia desleal a China volverán a aparecer. Además, como veremos abajo, si como todo parece indicar el impacto de la crisis en China termina siendo menor que en Estados Unidos, es posible que dichas críticas sean todavía más intensas en el futuro.

<sup>4</sup> Téngase en cuenta además que el aumento del déficit por cuenta corriente con China se debe, en parte, a que China ha aumentado su cuota de mercado en Estados Unidos desplazando a otros exportadores asiáticos, por lo que no ha contribuido sustancialmente al incremento del déficit total, aunque sí a su composición en términos geográficos.

## 5. EQUILIBRIO DEL TERROR FINANCIERO: BRETTON WOODS II.

La otra cara de la moneda del déficit por cuenta corriente bilateral es la acumulación de activos estadounidenses, fundamentalmente letras del Tesoro, por parte de las autoridades chinas. El superávit por cuenta corriente chino, que en 2008 ascendió a casi el 9% del PIB y que en 2009 se mantuvo por encima del 6% a pesar de la crisis, supone necesariamente una entrada de capitales en China. Parte es inversión directa extranjera (y Estados Unidos es el primer inversor) y parte es inversión en cartera. Si las autoridades chinas no intervinieran sobre el tipo de cambio del yuan, esta situación llevaría a una apreciación de la moneda china que posiblemente contribuiría a reducir el superávit por cuenta corriente, tanto porque las exportaciones chinas perderían competitividad-precio, como porque el poder adquisitivo del yuan aumentaría, lo que incrementaría las importaciones (y el nivel de vida) de algunos ciudadanos chinos.

Pero como China mantiene el tipo de cambio del yuan fijado al del dólar desde 1995 –entre 2005 y 2008 permitió que se apreciara pero desde entonces ha vuelto a mantenerlo fijo– el resultado de su desequilibrio externo es la acumulación de reservas (mayoritariamente denominadas en dólares) en el Banco Central. Las reservas aumentan porque al crecer la demanda externa de yuanes el Banco Central chino se ve obligado a vender moneda local a cambio de moneda extranjera para evitar la apreciación de la misma, lo que implica una creciente acumulación de activos en moneda extranjera, fundamentalmente dólares (esta intervención es posteriormente esterilizada para evitar que este aumento “involuntario” de la base monetaria genere inflación).<sup>5</sup> Este proceso ha llevado a una acumulación de reservas muy rápida en los últimos años. Así, a mediados de 2010 China tenía 2,47 billones de dólares en reservas, casi el doble que Japón, que es el país con las segundas mayores reservas del mundo. De las mismas, se estima que al menos la mitad serían letras del Tesoro estadounidenses y el 20% otros títulos denominados en dólares.

Esta situación de interdependencia financiera entre Estados Unidos y China tiene importantes implicaciones económicas y geopolíticas (Eichengreen, 2005). Hasta el colapso financiero global de 2008, Estados Unidos actuaba como locomotora de la economía china al tirar de sus exportaciones y China (junto con otras economías asiáticas y los exportadores de petróleo) financiaban el déficit por cuenta corriente norteamericano acumulando reservas en dólares y permitiendo que Estados Unidos mantuviera relativamente bajos sus tipos de interés y fuera la principal fuente de demanda global.

Este equilibrio informal fue bautizado por Dooley, Folkerts-Landau y Garber (2003 y 2004) como Bretton Woods II por sus similitudes con el régimen de tipos de cambio fijos que estuvo vigente en el mundo entre 1944 y 1971, y que también tenía como moneda central al dólar y como monedas

<sup>5</sup> Para un análisis teórico de este mecanismo véase Obstfeld y Rogoff (1996), capítulo 9.

periféricas a las europeas y al yen japonés<sup>6</sup>. Sin embargo, como señalan Crespo y Steinberg (2005) hay muchas diferencias entre ambos. Aparte de la ausencia de anclaje al oro, Bretton Woods II se desarrolla en un entorno de alta movilidad de capitales y en la actualidad existe una posible alternativa al dólar como moneda de reserva, el euro. Además no hay acuerdos institucionales vinculantes que formalicen este régimen cambiario y su continuidad no se basa en los vínculos entre la cooperación económica y la militar como sucedió entre Estados Unidos, Japón y Alemania tras la Segunda Guerra Mundial (Walter, 1991).

Desde el punto de vista geopolítico, lo más característico de este equilibrio es que la financiación del déficit estadounidense, antes y después de la crisis, no se sustenta en las decisiones de los inversores privados (como sucede habitualmente), sino de un pequeño grupo de bancos centrales –sobre todo el chino– fuertemente vinculados a los gobiernos y guiados por intereses políticos (McKinnon, 2009). Por ello, Larry Summers, ex Secretario del Tesoro estadounidense durante la Administración Clinton y actual asesor económico del Presidente Obama, bautizó en 2004 esta situación como el “equilibrio del terror financiero” (Summers, 2004a, 2004b). Cuanto mayor fuera el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos más probable sería que se produjera una fuerte caída del dólar, pero el Banco Central chino haría lo imposible por evitar una caída del dólar para no experimentar importantes pérdidas de capital en sus reservas denominadas en dólares, por lo que seguiría financiando el déficit estadounidense indefinidamente, situación que haría cada vez más insostenibles los desequilibrios macroeconómicos globales.

En definitiva, desde el punto de vista teórico Bretton Woods II sería insostenible a largo plazo porque adolece del mismo problema que derribó Bretton Woods I en 1971 y que se conoce como el Dilema de Triffin (1960): la creciente acumulación de activos denominados en dólares en el exterior de Estados Unidos tarde o temprano llevará a una pérdida de confianza en la moneda estadounidense que forzará una abrupta salida del sistema a través de una caída del dólar. Alternativamente, si Estados Unidos quisiera preservar la credibilidad de su moneda, reduciría la liquidez global y con ello ralentizaría el crecimiento de los países de la periferia, destruyendo también el sistema.

Sin embargo, como en la actualidad el sistema monetario internacional funciona bajo un patrón fiduciario; es decir, que no tiene un respaldo en oro, es imposible anticipar cuándo los países de la periferia dejarán de tener confianza en el dólar.<sup>7</sup> Por ejemplo, McKinnon (2009) sostiene que mientras la Reserva Federal preserve el valor del dólar manteniendo la inflación relativamente baja los países asiáticos – y sobre todo China – estarán dispuestos a continuar adquiriendo activos en dólares y financiando el déficit por cuenta corriente

<sup>6</sup> Desde la publicación de los trabajos originales de Dooley et ál. han aparecido multitud de análisis sobre Bretton Woods II. Véase, por ejemplo Eichengreen (2006) y Wolf (2007).

<sup>7</sup> Véase Crespo y Steinberg (2005), que sostienen que el sistema Bretton Woods II puede modelizarse como uno de los posibles equilibrios de Nash en un juego no cooperativo con equilibrios múltiples.

para asegurar su propio crecimiento. Por lo tanto, para McKinnon el sistema es estable y la hegemonía del dólar no está en cuestión. Por el contrario Bergsten (2009b), basándose en las estimaciones de Cline (2005) es mucho más pesimista. Plantea que la dinámica de crecimiento explosivo de la deuda estadounidense forzará una pérdida de confianza en el dólar, por lo que Estados Unidos debería apresurarse a realizar un ajuste fiscal para preservar su fortaleza económica a largo plazo. Señala también que Estados Unidos debería darse cuenta de que promover el mantenimiento del dólar como única moneda de reserva global ya no se corresponde con su interés nacional porque dificulta la disciplina interna que la economía necesita para reducir su enorme endeudamiento.

Aunque hace ya más de cinco años que el debate sobre la sostenibilidad de Bretton Woods II está sobre la mesa, la crisis financiera global le ha otorgado una nueva dimensión. Por una parte, como se ha señalado, pocos meses después de que estallara el problema de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos, China volvió a fijar el tipo de cambio del yuan al del dólar (a 6,83 yuanes por dólar), lo que frenó el suave ajuste del sector exterior estadounidense que se había producido en los tres años anteriores, cuando China permitió una apreciación nominal del yuan con respecto al dólar del 17,5%.<sup>8</sup>

Por otra parte, ante el aumento del déficit público estadounidense derivado del rescate al sistema financiero y al paquete de estímulo fiscal, las autoridades chinas, por primera vez, han hecho declaraciones públicas en las que instan a Estados Unidos a seguir una política fiscal responsable para proteger el valor del dólar –y por tanto de las reservas de China– a largo plazo. El gobernador del Banco Central chino, Zhou Xiaochuan, incluso ha propuesto la sustitución del dólar por los Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI como moneda de reserva global como único medio de evitar que la estabilidad del sistema de pagos internacional dependa de las políticas fiscales y monetarias estadounidenses, que considera cada vez menos fiables (Zhou Xiaochuan, 2009). Además, el dólar, que se apreció en el momento más crítico de la crisis financiera con respecto a las principales monedas con las que mantiene tipos de cambio flexibles, volvió desde principios de 2009 a su senda de depreciación gradual. Esto demuestra que aunque en momentos de pánico la divisa estadounidense sigue siendo el principal refugio para los inversores, una vez que la normalidad ha vuelto a los mercados financieros la caída del dólar ha vuelto a ser una realidad, lo que ha alimentado los temores de que dicha depreciación gradual pudiera significar el principio de un colapso.

Finalmente, según apuntan distintos autores (Altman 2008, Steinberg 2008), la crisis financiera y la recesión que la ha seguido acelerarán el declive relativo de Estados Unidos y el auge de las potencias emergentes (sobre todo de China) porque reducirá el crecimiento potencial más en los países desarrollados

<sup>8</sup> Dicho ajuste no hizo descender el superávit comercial chino con Estados Unidos pero sirvió para reducir la velocidad a la que crecía.

que en los emergentes y significará un punto de inflexión en la globalización económica, permitiendo al Estado recupera legitimidad y poder en relación al mercado y reduciendo el atractivo del modelo liberal anglosajón a favor de otros más intervencionistas. Además esta dinámica llevará a que se produzcan importantes reformas en las instituciones económicas internacionales, donde China será el país que probablemente más cuota de poder ganará.

En definitiva, la crisis abre nuevos interrogantes sobre la sostenibilidad de Bretton Woods II y convierte al G-2 en la relación económica bilateral más importante para la estabilidad del sistema económico internacional en las próximas décadas.

## 6. EL FUTURO DE BRETTON WOODS II.

Durante los años anteriores a la crisis financiera internacional en cada cumbre del G-7/8 o del FMI se hacía un llamamiento a la reducción de los desequilibrios macroeconómicos globales para reforzar la sostenibilidad del crecimiento de la economía mundial. Dicho llamamiento pretendía dejar atrás Bretton Woods II de forma gradual y poco traumática, y se centraba en un cambio en las políticas económicas de Estados Unidos, que debía aumentar sus impuestos y su tasa de ahorro, y China, que debía permitir una revaluación del yuan, eliminar sus controles de capitales y abrir sus sistema financiero. En todo este proceso era clave que la depreciación del dólar fuera gradual para no generar una huida de capitales desde Estados Unidos que obligara a la Reserva Federal a subir los tipos de interés y causara una recesión global. También era importante que aparecieran nuevas fuentes de demanda global para compensar la caída de las importaciones estadounidenses. Sólo si Europa, Japón y las economías emergentes aumentaban su demanda interna sería posible asegurar la continuidad del crecimiento.

Sin embargo, estos llamamientos no tuvieron efecto. Aunque el dólar experimentó una depreciación durante 2006 y 2007 (sobre todo en relación al euro) y posteriormente la recesión ha reducido el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, las previsiones del FMI indican que los desequilibrios macroeconómicos globales volverán a reproducirse en el futuro, aunque a menor escala. El FMI (2009) prevé que desde 2010 el superávit por cuenta corriente de China vuelva a superar el 10%, el de Asia emergente supere el 6% y el de los países de Oriente Medio supere el 11%, sobre todo si los precios del petróleo vuelven a subir con fuerza. Aunque el déficit de Estados Unidos, Reino Unido y España será inferior a los niveles anteriores a la crisis, continuará siendo considerable. Además, después de 2014, si la economía estadounidense alcanza su crecimiento potencial, que se sitúa en el entorno del 3,5%, y China no modifica su política cambiaria, es de esperar que el déficit total estadounidense sea todavía más grande y que el déficit bilateral con China supere ampliamente los niveles anteriores a la crisis.

En definitiva, a menos que se produzcan cambios imprevistos, el patrón de crecimiento de la economía mundial, que gira en torno a Bretton Woods II, se mantendrá vigente en los próximos años. Esto es problemático porque, como se ha dicho, este patrón implica necesariamente una acumulación de los desequilibrios que en último término es insostenible. Tanto China como otras economías emergentes ya acumulan un volumen de reservas mucho mayor del necesario para hacer frente con solidez a una posible crisis financiera como la que sacudió a Asia en 1997, tras la cual optaron por auto-asegurarse para evitar tener que recurrir al FMI. De hecho, la actual crisis apenas ha minado sus reservas a pesar de que en los momentos de máxima incertidumbre (tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008) se produjo una “huida hacia la seguridad” que implicó una inesperada salida de capitales desde todas las economías emergentes. Por otra parte, la deuda estadounidense continuará creciendo, lo que reforzará el argumento del dilema de Triffin.

Esto significa que la economía global volverá al equilibrio del terror financiero o, como señalan Crespo y Steinberg (2005) volverá a un equilibrio cooperativo entre Estados Unidos, China y otras economías emergentes que es intrínsecamente inestable. Según estos autores, a medida que los bancos centrales de las economías emergentes continúen financiando el déficit exterior estadounidense mediante el mantenimiento de un tipo de cambio fijos o semi-fijos se enfrentarán a costes crecientes que se derivan de las pérdidas a las que tendrían que hacer frente ante una eventual caída del dólar. Ello hará que seguir la opción no cooperativa de dejar de acumular dólares cobre sentido. Por lo tanto, en cuanto China u otros países emergentes con altos niveles de reservas decidan dejar de acumular dólares la mejor acción de los demás será hacer lo mismo. Pero al saber que en algún momento se llegará a tal punto cada Banco Central intentará adelantarse a los demás para evitar incurrir en pérdidas de capital. Por lo tanto, cuando una masa crítica de bancos centrales apueste a que el resto venderá activos denominados en dólares o simplemente dejará de comprarlos al ritmo necesario para financiar a Estados Unidos se podría producir el colapso del dólar. Siguiendo la literatura de crisis financieras de segunda generación Crespo y Steinberg (2005) sostienen que el cambio del equilibrio cooperativo al no cooperativo se producirá cuando un detonante externo cambie las expectativas sobre las estrategias de los demás jugadores. El nuevo equilibrio será un dólar en caída libre, una contracción del gasto estadounidense y, posiblemente, una nueva crisis.

Aunque este planteamiento teórico sirve para entender la dinámica de cooperación y conflicto entre Estados Unidos y el conjunto de los países emergentes que están acumulando reservas denominadas en dólares, en el contexto actual China es mucho más importante que el resto de los países que forman parte de Bretton Woods II. Por lo tanto, para aventurar los posibles escenarios futuros es necesario volver al análisis del G-2 y, en concreto, a las posibilidades de que China acepte reevaluar su moneda ante la presión diplomática de la Administración Obama. Pasamos a analizar este tema a continuación.

Como se ha señalado, Estados Unidos considera que China está practicando una política mercantilista para promover su desarrollo económico que viola las reglas implícitas del sistema multilateral de comercio. Mientras esta política, cuyo instrumento principal es el tipo de cambio, no puso presión sobre los empleos de cualificación media y baja en Estados Unidos, se la consideró tolerable. Simplemente se trataba de un país de poco peso en la escena internacional que, actuando como *free rider*, intentaba acelerar su crecimiento explotando los claroscuros de la regulación económica internacional (que prohíben los subsidios a las exportaciones pero no la adopción de un tipo de cambio fijo).

Pero el enorme crecimiento chino en las últimas tres décadas sumado a la continuidad de la intervención en el tipo de cambio –que dura ya quince años– han generado conflictos internos en el mercado laboral estadounidense que se consideran inaceptables por la ciudadanía. Esto ha llevado a Estados Unidos (y a otros países avanzados) a empezar a considerar a China como un socio desleal, acusándolo de manipular su tipo de cambio. Como explica Wolf (2009): *“China’s managed exchange rate is shifting adjustment pressure on to other countries. This was disruptive before the crisis, but is now worse than that in this post-crisis period”*. De hecho, lo que preocupa a Estados Unidos no son los desequilibrios macroeconómicos globales en sí, sino la creciente percepción de su ciudadanía de que las políticas chinas están generando la desindustrialización de Estados Unidos, están “robando” empleos americanos y están socavando el poder hegemónico norteamericano a través de métodos ilegítimos (además les preocupa la acumulación de deuda externa, aunque más a la Administración que a la ciudadanía). Poco importa que desde el punto de vista estrictamente económico la política china sea beneficiosa para los consumidores estadounidenses (ya que abarata las importaciones). Y tampoco que las ventajas comparativas estadounidenses ya no estén en el sector industrial sino en los servicios de alto valor añadido. Lo que prima son las consideraciones geoestratégicas y de economía política: las primeras se refieren al temor de que el auge (pacífico) de China se haga a costa de Estados Unidos; las segundas al poder de algunos lobbies de productores estadounidenses bien organizados, que han convencido a la opinión pública de que China practica competencia desleal y reduce el nivel de vida de las clases medias estadounidenses.

Por todo ello es de esperar que Estados Unidos sea cada vez más agresivo en sus demandas de reevaluación del yuan. No se puede descartar que si China no acepta relajar su política cambiaria, las tensiones proteccionistas en Estados Unidos se vuelvan tan fuertes que el Congreso norteamericano decida imponer aranceles unilateralmente sobre los productos chinos. No sería la primera vez que esto sucediera. En 1971, en un contexto que guarda similitudes con el actual, Estados Unidos impuso un arancel del 10% sobre las importaciones de Alemania y Japón para forzar a estos países a reevaluar sus monedas, lo que llevó a la ruptura del régimen de tipos de cambio de Bretton

Woods (Walter, 1991). En aquel entonces Estados Unidos tomó esta decisión porque su déficit por cuenta corriente se estaba volviendo preocupante y porque la vía diplomática no era suficiente para cambiar las “reglas del juego” del sistema de Bretton Woods. El único modo de forzar a Alemania y Japón a abandonar el tipo de cambio fijo fue amenazarlos con la pérdida del mercado principal de sus exportaciones (el estadounidense) mediante el establecimiento de un arancel. Y la apuesta del Presidente Nixon logró su objetivo, aunque también causó la primera gran crisis del dólar, que cayó con respecto al oro y a las demás monedas del sistema.

Si bien aquella situación fue complicada desde el punto de vista de la estabilidad política y económica internacional, pudo ser manejada porque los países involucrados eran aliados militares y porque los aranceles unilaterales establecidos por Estados Unidos no contravenían de forma directa las normas del Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio (GATT). Sin embargo, la situación actual es mucho más complicada tanto porque Estados Unidos y China no son aliados sino rivales como porque las reglas de la OMC son mucho más estrictas que las del GATT. Esto supone que si Estados Unidos impusiera dichos aranceles y China lo denunciara ante el tribunal de resolución de conflictos de la OMC, la institución tendría un serio problema: si diera la razón a China podría estar forzando la salida de Estados Unidos de la organización. Y una OMC sin Estados Unidos sería de poca utilidad.

En este contexto cabe preguntarse si es previsible que China acepte reevaluar su moneda antes de que Estados Unidos opte por la peligrosa vía de imponer aranceles unilaterales. Y la respuesta es que es muy poco probable que China acepte reevaluar el yuan. Sólo contemplaría hacerlo si la comunidad internacional le permitiera utilizar otros instrumentos para continuar con su política industrial de apoyo al sector de bienes comercializables internacionalmente, lo que exigiría cambios en las normas de la OMC. Veamos por qué.

China mantiene su moneda subvaluada porque la política cambiaria es el instrumento más efectivo que tiene para aumentar el crecimiento y el nivel de empleo, en el que se basa la legitimidad de su régimen político. Al no basar su legitimidad en las libertades políticas –como sucede en las democracias occidentales– las autoridades chinas no pueden permitirse una disminución del crecimiento. Un yuan barato permite a China fortalecer su sector exportador y atraer inversión directa extranjera, lo que se traduce en creación de empleo y en un gradual incremento del nivel de vida de su población, aunque con fuertes desigualdades regionales. Asimismo, la promoción del sector exportador es clave en el aumento de la productividad, que a largo plazo es la variable fundamental para incrementar los niveles de renta per capita en China. En este sentido, como documenta Rodrik (2008) para un gran número de países, una política cambiaria que mantiene el tipo de cambio subvaluado está correlacionada con un elevado crecimiento económico. Además, es un instrumento más eficaz que las subvenciones a las exportaciones, que por su



propia naturaleza discriminan entre sectores y además no son legales bajo las normas a las que China se comprometió cuando se integró en la OMC en 2001.

Por otra parte, como explica McKinnon (2009), las autoridades chinas no están dispuestas a reevaluar nominalmente el yuan porque, si lo hicieran, ni el tipo de cambio real ni la balanza por cuenta corriente experimentarían cambios sustanciales y la economía china entraría en recesión. Según este autor, que basa su argumento en el enfoque monetario de la Balanza de Pagos, una revaluación nominal del yuan incrementaría las importaciones chinas (y reduciría las exportaciones) en una cuantía reducida porque los consumidores chinos no están dispuestos a incrementar sus compras en el exterior de forma sustancial. Sin embargo, McKinnon plantea que la revaluación reduciría de forma significativa las inversiones directas extranjeras en China, lo que tendría devastadores efectos sobre el crecimiento de la economía y el empleo y, probablemente, harían que China entrara en deflación, al igual que le sucedió a Japón cuando revaluó su tipo de cambio nominal ante las presiones de Estados Unidos. Por lo tanto, la revaluación nominal del yuan no estaría asociada a una reevaluación real ni a un cambio sustancial en el saldo por cuenta corriente de la economía China,<sup>9</sup> sino que serviría para generar una recesión prolongada y dolorosa, que las autoridades chinas no pueden permitirse en términos políticos.

Por ello, es poco probable que China acepte modificar su política cambiaria incluso aunque la comunidad internacional (y especialmente Estados Unidos) insistan en que debería hacerlo para contribuir a la estabilidad macroeconómica internacional y mejorar el funcionamiento de su sistema financiero. La posición de China, reforzada por la debilidad estadounidense y europea tras la crisis financiera, continuará siendo la de criticar el insuficiente nivel de ahorro estadounidense y su responsabilidad como principal potencia económica y como emisor de la moneda de reserva internacional. Además, como explica Gilpin (1987) la dinámica del cambio en la economía política internacional se caracteriza porque las potencias en auge (como China en la actualidad o Estados Unidos y Alemania en el siglo XIX) siempre intentan avanzar utilizando estrategias mercantilistas que drenan poder a las potencias hegemónicas. Y el conflicto aparece cuando las potencias hegemónicas instrumentan políticas económicas unilaterales contra las potencias en ascenso para frenar su avance, como sucedió con la ruptura del régimen de Bretton Woods en 1971.<sup>10</sup> Por lo tanto, no será sencillo encontrar una salida a largo plazo al modelo de

<sup>9</sup> De hecho, es posible encontrar cierta corroboración a la hipótesis de McKinnon si se tienen en cuenta que entre 2005 y 2008 China reevaluó el yuan pero su superávit por cuenta corriente continuó creciendo.

<sup>10</sup> Gilpin (1987: 115) también explica que cuando las potencias hegemónicas no intentan o no pueden defender su posición, como le sucedió a Gran Bretaña a principios del siglo XIX, no se produce un conflicto entre la potencia hegemónica en declive y la potencia hegemónica en auge, aunque sí que pueden aparecer problemas sistémicos ante la falta de liderazgo en la economía internacional, como sucedió durante los años treinta del siglo XX.

crecimiento de Bretton Woods II que no pase por un conflicto entre Estados Unidos y China.

Una posible salida a la situación, que ha sido planteada por Rodrik (2009), sería que la comunidad internacional cambiara las reglas sobre subsidios de la OMC para permitir que China sustituyese los actuales subsidios a su sector exterior –que están instrumentados a través de la política cambiaria– por subsidios directos a sus sectores estratégicos de exportación. Esto permitiría a China seguir promoviendo su crecimiento –que está basado en el dinamismo de la productividad del sector exportador– sin que continúen aumentando sus reservas, y con ellas, los desequilibrios macroeconómicos globales. Como se ha expuesto arriba, China preferiría continuar apoyando sus exportaciones mediante la subvaloración del yuan porque esta política no discrimina entre sectores y es más fácil de implementar que los subsidios sectoriales. Sin embargo, podría aceptar la sustitución de la política cambiaria por subsidios directos en aras de una mejora de la gobernabilidad macroeconómica internacional y para evitar que Estados Unidos imponga aranceles unilaterales contra sus productos. En cualquier caso, dado el carácter no discriminatorio de las normas de la OMC, una modificación del tratamiento de los subsidios abriría la puerta a que todos los países, tanto avanzados como en desarrollo, pudieran utilizar este instrumento, algo que no parece que los países desarrollados (sobre todo la Unión Europea) vayan a aceptar. Y en cualquier caso, esta posibilidad se plantearía sólo en el contexto de una hipotética negociación que podría abrirse si la comunidad internacional percibe que el equilibrio de Bretton Woods II se torna insostenible o si Estados Unidos amenaza a China con el establecimiento de aranceles unilaterales.

## 7. CONCLUSIÓN.

Aunque desde Europa sea difícil aceptarlo, la relación bilateral entre Estados Unidos y China es (y continuará siendo en las próximas décadas) la más importante para la estabilidad política y económica internacional. En el siglo XXI, tanto la cooperación como el conflicto en las relaciones económicas internacionales tendrán como escenario primordial el Pacífico, y más concretamente, la relación entre el la potencia hegemónica en declive relativo (Estados Unidos) y la potencia en auge (China). Como se ha explicado, la resolución de los desequilibrios macroeconómicos globales y el futuro del dólar como moneda internacional de reserva pasan por el eje Washington-Pekín. Además, las políticas de Estados Unidos y China determinarán en gran medida los precios de la energía, las materias primas y los alimentos. Y la dependencia del petróleo y el gas de ambos colosos, combinada con su abundancia de carbón (un recurso energético barato muy contaminante), los convierten en los dos actores clave para cualquier acuerdo de lucha contra el cambio climático. Por último, aunque en temas comerciales la Unión Europea, Brasil e India siguen siendo actores relevantes, la conclusión de la Ronda de

Doha de la OMC depende, en buena parte, de la resolución del conflicto en materia agrícola entre Estados Unidos, China e India que no permitió alcanzar un acuerdo en julio de 2008.

Aunque todas estas tendencias comenzaron hace varios años, la crisis financiera internacional que estalló en 2008 las está acelerando. La crisis ha puesto de manifiesto algunas vulnerabilidades estructurales del modelo liberal impulsado por Estados Unidos desde la década de los noventa. Para China, aunque la crisis supone importantes riesgos –sobre todo el peligro de no mantener su nivel de crecimiento si los países ricos pasan por una prolongada recesión– también ha servido para subrayar sus fortalezas. China podría haber financiado el programa de rescate financiero norteamericano con menos de un tercio de sus reservas, ha logrado instrumentar políticas monetarias y fiscales contra cíclicas que le permitirán mantener su nivel de crecimiento por encima del 8% en 2009 y ha fortalecido su papel en los organismos de gobernanza económica de la globalización, desde el FMI hasta el G-20.

Pero aunque la crisis acelere el auge (por el momento pacífico) de China, sería apresurado pensar que la potencia asiática está preparada para ejercer un nuevo liderazgo global comparable al que Estados Unidos adoptó tras la Segunda Guerra Mundial. China seguirá comportándose de forma oportunista y mercantilista porque sus debilidades internas (políticas, económicas y sociales) son demasiado importantes como para que sus autoridades no tengan como máxima prioridad sostener el crecimiento económico del que emana su legitimidad. Y como se ha explicado, para que China pueda continuar con su crecimiento necesita mantener subvaluado su tipo de cambio, lo que implica que, tras la crisis, se reproducirá el equilibrio del terror financiero de Bretton Woods II. En la última sección de este trabajo se ha expuesto que es difícil que la salida de dicho equilibrio no sea conflictiva. Podría producirse por el establecimiento de aranceles unilaterales por parte de Estados Unidos o por la venta de activos denominados en dólares por parte de China. En ambos casos las consecuencias para el crecimiento económico global y la credibilidad de las instituciones de gobernanza económica global serían negativas. Por lo tanto, el reto de la comunidad internacional, y sobre todo del G-2, es evitar que la salida del régimen de Bretton Woods II sea traumática, lo que requerirá visión de largo plazo, habilidad diplomática y soluciones innovadoras, que tal vez exijan una revisión de las normas de la OMC.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.

- Altman, R. (2008): "The Great Crash, 2008. A Geopolitical Setback for the West" *Foreign Affairs*, enero/febrero 2009.
- Banco Mundial (2007): *Dancing with Giants: China, India and the Global Economy*, Banco Mundial, Washington DC.
- Bergsten, F. (2008a): "A Partnership of Equals" *Foreign Affairs*, julio/ agosto.

- Bergsten, F.; Freeman, C.; Lardy, N. y Mitchell, N. (2008): *China's Rise: Challenges and Opportunities*, Petersen Institute for International Economics, Washington DC.
- Bergsten, F. (2009a): *The United States–China Economic Relationship and the Strategic and Economic Dialogue* Testimony before the Subcommittee on Asia, the Pacific and the Global Environment, Committee on Foreign Affairs, US House of Representatives, 10 de septiembre. Disponible en: <http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=1291>.
- Bergsten, F. (2009b): "The Dollar and the Deficits", *Foreign Affairs*, noviembre-diciembre 2009.
- Bernanke, B. (2005): *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*. Sandridge Lecture, Richmond, Virginia. Federal Reserve Board. Disponible en <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>.
- Cline, W. (2005): *The United States as a Debtor Nation*, Institute for International Economics, Washington, DC.
- Crespo Ruiz de Elvira, C. y Steinberg, F. (2005): "Interdependencia financiera global: equilibrios múltiples en Bretton Woods II", *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, 827, 279-290.
- De la Dehesa, G. (2009a): *La primera gran crisis financiera del siglo XXI*, Alianza Editorial, Madrid.
- Dooley, M.; Folkerts-Landau, D. y Garber, P. (2003): *An Essay on the Revived Bretton Woods System* NBER Working Paper N.º 9971, septiembre.
- Dooley, M., Folkerts-Landau, D. y Garber, P. (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 N.º 10332.
- Eichengreen, B. (2006): *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, MIT Press, Cambridge.
- FMI (2009): *World Economic Outlook*, noviembre, Washington DC.
- Gilpin, R. (1987): *The Political Economy of International Relations*, Princeton University Press, Princeton.
- Helleiner, E. y Kirshner, J. (coord.) (2009): *The Future of the Dollar*, Cornell University Press.
- McKinnon, R. (2009): "US Current Account Deficits and the Dollar Standard's Sustainability"; en Helleiner, E. y Kirshner, J. (coord.) (2009): *The future of the Dollar*, Cornell University Press, 45-68.
- Obstfeld M. y Rogoff, K. (1996): *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press, Cambridge.
- Summers, L. (2004a): *The United States and the Global Adjustment Process*, conferencia dictada en el Institute for International Economics, Washington DC.

- Summers, L. (2004b): *The U.S. Current Account Deficit and the Global Economy*, Per Jacobsson Lecture, septiembre. Disponible en: <http://www.perjacobsson.org/2004/100304.pdf>.
- Paulson, H. (2008): "A Strategic Economic Engagement" *Foreign Affairs*, julio/agosto.
- Rodrik, D. (2009): "Growth after the Crisis" Harvard University, mimeografiado. Disponible en: <http://www.hks.harvard.edu/fs/drodrik/Growth%20after%20the%20crisis.pdf>.
- Rodrik, D. (2008): "The Real Exchange Rate and Economic Growth", Brooking Papers on Economic Activity, conference draft. Disponible en : [http://www.brookings.edu/~media/Files/Programs/ES/BPEA/2008\\_fall\\_bpea\\_papers/2008\\_fall\\_bpea\\_rodrik.pdf](http://www.brookings.edu/~media/Files/Programs/ES/BPEA/2008_fall_bpea_papers/2008_fall_bpea_rodrik.pdf).
- Rodrik, D. (2006): "What's So Special about China's Exports", Harvard University, mimeografiado, Disponible en: <http://www.hks.harvard.edu/fs/drodrik/Chinaexports.pdf>.
- Steinberg, F. (2008): "La crisis financiera global. Causas y respuesta política", *Análisis del Real Instituto Elcano*, 58, 9-14.
- Triffin, R. (1960): *Gold and the Dollar Crisis*, Yale University Press, New Haven.
- Walter, A. (1991): *World Power and World Money*, St. Martin's Press, Nueva York.
- Wolf, M. (2006): *Fixing Global Finance*, Johns Hopkins University Press.
- Wolf, M. (2009): "Why China's Exchange Rate Policy Concerns Us", *Financial Times*, 8 de diciembre.
- Xiaochuan, Z. (2009): *Reform the International Monetary System*. Discurso del Gobernador del Banco Central Chino. Disponible en <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178>.