

Artículos

El sistema monetario internacional en los últimos 50 años

Autor: *Alfredo Arahuetes García*

Decano y Profesor Propio Agregado de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Pontificia Comillas

Resumen

Este trabajo se propone revisar los principales rasgos del sistema monetario internacional en los últimos 50 años, un periodo fascinante en el que Estados Unidos ha sido el país hegemónico y los países europeos y Japón los países centrales del sistema. Sólo algunos países, muy pocos, de América Latina y de Asia estuvieron en distintos momentos en condiciones de formar parte del centro del sistema, el resto, incluidos los países del norte África, del África subsahariana y Oriente Medio parecían condenados a estar siempre en la periferia. Sin embargo, los procesos en curso en la década de 1990 y las transformaciones de la primera década del siglo XXI han introducido importantes cambios en las estructuras productivas de un amplio grupo de países emergentes de Asia –entre los que destacan China e India- y, en segundo término, de América Latina, y mejorado las oportunidades en los países de las otras áreas referidas. En este sentido, cabe pensar que el sistema monetario internacional se encuentre en un proceso de transición desde un sistema basado en la hegemonía americana hacia un sistema de naturaleza multipolar.

Palabras clave: Sistema Monetario Internacional, regímenes de tipos de cambio, movimientos de capital, mecanismos de ajuste, patrón monetario internacional, marco internacional para las políticas nacionales, Fondo Monetario Internacional.

I. Introducción

Un sistema monetario internacional, como señala Mckinnon (1993), es un conjunto de reglas e instituciones que enmarcan y orientan el funcionamiento de las relaciones monetarias entre los países y que, por tanto, influyen –ampliando o restringiendo– en las opciones de política económica de los países. Los elementos que forman un sistema monetario internacional son: a) el patrón monetario, que debe actuar como ancla del sistema, facilitar la convertibilidad, y contribuir –de acuerdo con las reglas establecidas– a proporcionar la liquidez internacional necesaria en situaciones normales y en casos de emergencia, b) el régimen de tipos de cambio, y c) un marco de referencia internacional para la adopción de las políticas económicas nacionales, que contemple los mecanismos de ajuste y financiación y, por tanto, los movimientos de capital, la supervisión monetaria internacional y los mecanismos de coordinación y gobernanza global.

Es relativamente frecuente que el sistema monetario internacional se analice como se estudia un sistema en el mundo físico. Pero ambas realidades son muy distintas. En el mundo físico, los distintos ámbitos de su compleja realidad se analizan tratando de identificar elementos –de la materia o antimateria– y las fuerzas y mecanismos o leyes que los rigen. El análisis de los sistemas monetarios internacionales se lleva a cabo muchas veces, como señalan Bénassy-Quéré y Pisani-Ferry (2011), haciendo abstracción de las estructuras económicas subyacentes y del equilibrio de poder económico global. Desde nuestra perspectiva son los cambios en las estructuras económicas de los países –acompañados a veces de otras circunstancias, como guerras mundiales– los que determinan los cambios en el equilibrio de poder (en la hegemonía económica y política a nivel global) y con ello la configuración de los sistemas monetarios internacionales.

En este trabajo nos proponemos revisar los principales rasgos del sistema monetario internacional en los últimos 50 años, un periodo fascinante en el que Estados Unidos ha sido el país hegemónico y los países europeos y Japón los países centrales del sistema. Sólo algunos países, muy pocos, de América Latina y de Asia estuvieron en distintos momentos en condiciones de formar parte del centro del sistema, el resto, incluidos los países del norte África, del África subsahariana y Oriente Medio parecían condenados a estar siempre en la periferia. Sin embargo, los procesos en curso en la década de 1990 y las transformaciones de la primera década del siglo XXI han introducido importantes cambios en las estructuras productivas de un amplio grupo de países emergentes de Asia –entre los que destacan China e India– y, en segundo término, de América Latina, y mejorado las oportunidades en los países de las otras áreas referidas. En este sentido, cabe pensar que el sistema monetario internacional se encuentre en un proceso de transición desde un sistema basado en la hegemonía americana hacia un sistema de naturaleza multipolar.

II. El sistema monetario internacional en los años sesenta hasta la crisis de *Bretton Woods*

El reconocimiento oficial de ICADE como institución universitaria, en octubre de 1960, se produjo un año después de la eclosión de la primera crisis destacable del sistema monetario internacional creado al terminar la II Guerra Mundial cuando se formuló el dilema de *Triffin*. La debilidad de la balanza por cuenta corriente y la intensa salida de capitales de Estados Unidos provocaron un déficit significativo de la balanza de pagos. En apenas dos lustros se había pasado de una situación de escasez de dólares a una de abundancia. Los agentes detentadores de dólares en abundancia los canalizaban hacia el mercado de eurodólares o buscaban convertirlos en oro amenazando la estabilidad de la paridad de 35 dólares la onza troy de oro establecida en el acuerdo de *Bretton Woods*. *Robert Triffin* ponía el dedo en la yaga al señalar el dilema al que estaba condenado el sistema monetario internacional establecido en *Bretton Woods*: si persistían los déficits externos americanos el dólar estaría siempre bajo sospecha amenazando la estabilidad del sistema, y por otro lado, si Estados Unidos corregía el déficit externo la economía internacional no dispondría de las reservas necesarias para continuar su expansión. Estados Unidos como país emisor de la moneda de reserva internacional era, en la práctica, el regulador del funcionamiento del sistema al proveer de la liquidez necesaria a la economía global.

La situación se sorteó con la creación del “*pool*” del oro por los países, ya entonces, más avanzados y se devolvió así la estabilidad al tipo de cambio del dólar. Al mismo tiempo se comenzaba a discutir la propuesta de *Triffin* (basada en la idea del bancor de Keynes) de crear un activo de reserva internacional por el FMI complementario al dólar y así reducir la dependencia de la divisa americana. Los Derechos Especiales de Giro (DEG o en inglés SDRs) se aprobaron en el seno del FMI en 1963, pero sólo entraron en funcionamiento en 1969 con gran resistencia de Estados Unidos.

Las ideas del “capitalismo reformado”¹, que inspiraron el diseño de *Bretton Woods*, privilegiaron los mercados nacionales para promover las políticas que favoreciesen el crecimiento económico con pleno empleo y estado de bienestar. El nuevo sistema había optado por un régimen de tipos de cambios fijos, ajustables sólo en casos de “desequilibrio fundamental”. Pero los países podrían liberalizar, de forma gradual, las relaciones comerciales (en el marco del GATT) y las relaciones financieras mediante el ejercicio del control de cambios. El comercio era la principal vía de integración de los países en la economía internacional. A medida que los países se abrían al comercio internacional se mostraban más dispuestos a aceptar la llegada de los flujos de inversiones directas.

El acuerdo de *Bretton Woods* contenía un acuerdo implícito (Belluzzo, 2006). Estados Unidos estaba liberado de responsabilizarse de la estabilidad monetaria, la

¹ También en expresión de Keynes.

expansión de la liquidez y las consideraciones sobre el ajuste de la balanza de pagos. Y por su parte, el resto de los países se beneficiarían de la liquidez internacional creada por el déficit conjunto de las balanzas de cuenta corriente y de capitales de Estados Unidos y del estímulo a sus exportaciones, así como de la posibilidad de adoptar políticas keynesianas internas. El FMI se encargaba de vigilar que los países con desajustes externos no cayesen en una situación de “desequilibrio fundamental” y en caso de que lo hiciesen tendrían que aplicar políticas de ajuste del tipo *spending-switching*, según la denominación de *Harry Johnson*.

Tanto los países industrializados como los países en desarrollo aumentaron un grado de integración en la economía internacional mediante la intensificación de las relaciones comerciales, pero también de las inversiones directas que llevaban a cabo, sobre todo, las empresas multinacionales de Estados Unidos en los países europeos en actividades manufactureras, en América Latina en la explotación de recursos naturales y en manufacturas en los países con mayores mercados internos, y en Asia y África en la explotación de recursos naturales. La interdependencia a través del comercio y de las inversiones directas fue considerada como un proceso de “internacionalización” de las economías nacionales, es decir un proceso de integración internacional controlado por una gestión nacional de las economías compatible con la creciente importancia del comercio internacional y de las inversiones directas que realizaban empresas multinacionales (Arahuetes, 2003). El sistema *Bretton Woods/GATT*, por tanto, permitía establecer ciertos límites en la integración internacional de las economías nacionales con reglas que facilitaban la gestión multilateral de los ritmos y los ámbitos de integración. El sistema resultó exitoso porque sus diseñadores y gestores subordinaron la integración económica internacional a la gestión y necesidades nacionales y a los compromisos de la democracia política².

En la segunda mitad de la década de 1960 se intensificaron los desajustes de la economía americana que ponían de relieve la difícil sostenibilidad de lo acordado en *Bretton Woods*. La competitividad de las exportaciones de los países europeos y de Japón –receptores, en particular los primeros, también de importantes inversiones directas de empresas multinacionales de Estados Unidos– desafiaban la supremacía americana. Pero la fragilidad provenía principalmente del lado estadounidense. El carácter expansivo de las políticas fiscal y monetaria, el intenso crecimiento del gasto militar y el continuo aumento de las salidas de capitales volvieron a determinar un fuerte y creciente déficit en la balanza de pagos americana que se agudizaba año tras año. El suave giro intentado por el Presidente Nixon a su llegada a la Casa Blanca en 1969 no pudo ocultar la política de “negligencia benigna” seguida por Estados Unidos en la consecución de sus objetivos interno y externo. La amplia libertad de movimientos de capitales, seguida por Estados Unidos, no era compatible con el carácter expansivo de la política monetaria y el tipo de cambio fijo dólar-oro. Como

² Rodrik, D. (2002), *Feasible Globalizations*, NBER, wp 9129.

no se iba a modificar el carácter de la política monetaria, los capitales libres harían saltar por los aires el régimen de tipo de cambio fijo. El sistema tocaba a su fin.

III. La crisis de Bretton Woods y la orientación del sistema monetario en la década de 1970

La crisis de *Bretton Woods*, anunciada en el episodio del *two tier system*, de marzo de 1968, se concretó con el cierre de la ventanilla del oro por Nixon, en agosto de 1971, y la introducción del régimen de tipos de cambio flotantes a partir de marzo de 1973. Se desvanecía la idea de Keynes de que la economía internacional debía ser un espacio con un sistema monetario y financiero compatible con la autonomía de las políticas nacionales. En su opinión era la mejor manera de resolver las discrepancias de los conflictivos intereses nacionales. Sin embargo, todo parecía indicar que Estados Unidos se inclinaba por una nueva “*Unholy Trinity*” definida a partir de la aceptación de la plena libertad de movimientos de capital y la completa autonomía de la política monetaria, lo que no dejaba otra alternativa al régimen de tipo de cambio que la de ser flotante. Pronto surgieron las primeras voces que alertaron que podría iniciarse una etapa de desorden monetario y financiero que afectaría de forma negativa el crecimiento y el nivel alcanzado por las relaciones comerciales. Sin embargo, los defensores de los nuevos tipos de cambio flotantes señalaban que, al contrario, el amplio grado de libertad de las políticas monetarias nacionales se reflejaría en el movimiento de los tipos de cambio, por lo que estos actuarían como verdadero mecanismo de ajuste.

La nueva era que se iniciaba con un patrón dólar flexible, un régimen de tipos de cambio flotantes también daba entrada en la escena internacional a una nueva escala a los flujos financieros privados, lo que modificaba la importancia de los distintos movimientos de capital. De ahí en adelante los flujos financieros iban a superar, de forma significativa, los flujos de inversiones directas que habían sido los principales capitales en la “edad dorada”. En 1974 Estados Unidos impulsó una amplia liberalización y desregulación financieras dando inicio a la revolución financiera internacional. La mayor libertad de movimientos privados de capital propició la financiación internacional del creciente endeudamiento de los países industrializados así como el reciclaje de los petrodólares desde el mercado de eurodólares de Londres y desde Nueva York en forma de préstamos bancarios sindicados hacia los países en desarrollo, incluidos algunos exportadores de petróleo como México y Venezuela.

El riesgo asociado a la flotación de los tipos de cambio y la creciente competencia entre los bancos que operaban en el mercado internacional de préstamos estimuló la innovación financiera en instrumentos de cobertura, lo que incrementó el volumen de operaciones en divisas a niveles insospechados. Así, la relación entre las operaciones en divisas y el valor del comercio internacional aumentó de forma explosiva³: de

³ Eatwell y Taylor, (2000), y CEPAL (2002).

2:1 en 1973 a 10:1 en 1980, 70:1 en 1995 y 72:1 en 2000. La expansión del mercado de divisas, con las operaciones de cobertura de riesgo, se realizaba al tiempo que los países lentamente buscaban una nueva orientación para sus políticas que permitiese alcanzar una “trinidad conciliable” entre el nuevo régimen de tipos de cambio flexibles, la plena libertad de los movimientos de capital y una autonomía en las políticas económicas que garantizase crecimiento con estabilidad (Arahuetes, 2003).

Sin embargo, a finales de la década de 1970 aumenta la incertidumbre sobre la validez del nuevo marco de referencia internacional para el diseño de las políticas nacionales. El nuevo patrón monetario dólar flexible, los tipos de cambio flotantes y la creciente libertad de movimientos de capital no contenían elementos de contrapunto a las políticas económicas nacionales ya de por sí muy afectadas por los *shocks* del petróleo y las continuas exigencias salariales. En Estados Unidos tras la apuesta por los tipos flotantes, la revolución financiera y el reciclaje de los petrodólares, el fin de la década mostraba una economía con una inflación de dos dígitos y un dólar débil y bajo sospecha que propiciaba una creciente salida de capitales al exterior. Se hablaba expresamente de una “genuina crisis del dólar” y “*Wall Street* no ocultaba su profundo descontento con una situación tan lamentable como la de los malos días de la presidencia de *Hoover*” (Panitch y Gindin, 2008: 30).

IV. La nueva hegemonía americana de los años 1980 y la rearticulación del sistema monetario internacional

El desorden monetario internacional causado por la crisis del dólar se corrigió con el “*shock* de tipos de interés” puesto en marcha a partir de las medidas de octubre de 1979 adoptadas por Volcker, como nuevo *chairman* de la FED desde agosto de ese año. El objetivo de la nueva orientación era atajar la crisis del dólar y recuperar la confianza de los mercados financieros a partir del carácter restrictivo de la política monetaria americana. Era, según Volcker, la única forma de recuperar la debilidad interna de la economía americana reflejada en la inflación de dos dígitos y la acción hegemónica de Estados Unidos como centro del sistema monetario y financiero internacional (Tavares, 1997).

El *shock* de tipos de interés provocó la apreciación del dólar y la depreciación del resto de las divisas, así como una amplia difusión de políticas de ajuste de carácter deflacionista. El nivel de los tipos de interés y la irresistible reorientación de las políticas económicas de los países –debido al necesario alineamiento con la política monetaria americana– causó una profunda recesión internacional, la mayor desde el final de la II Guerra Mundial, que se prolongó 3 años hasta finales de 1982. Los efectos negativos fueron más acentuados aún para los países en desarrollo exportadores de *commodities*. Vieron como se reducía bruscamente su demanda y los precios caían de manera abrupta causando un intenso deterioro de los términos de intercambio. Estaba en marcha la combinación de elementos –caída de las exportaciones en can-

tividad y precio, aumento del precio de petróleo e incremento del servicio de la deuda que causarían, en el verano de 1982, la crisis de la deuda externa de los países en desarrollo y de algunos países del área comunista, como Polonia.

La puesta en marcha de *Reaganomics* tras la llegada a la Casa Blanca de Ronald Reagan en enero de 1981 se plasmó en la aplicación de una política fiscal expansiva que se tradujo en fuertes déficits públicos desde 1983. El *mix* de una política fiscal expansiva, causante de crecientes déficits públicos, y de una política monetaria restrictiva, que alimentaba las expectativas de una continua apreciación del dólar, hizo creer que la economía americana entraría en una nueva fase de inestabilidad. Esta vez estaría causada por los déficits gemelos: déficit público y déficit en cuenta corriente. Nada más lejos de la realidad. La economía americana estaba en una nueva fase de recuperación en 1983 y los capitales internacionales acudían a financiar sus déficits gemelos atraídos por los tipos de interés y la expectativa de apreciación del dólar. La cuantía de los capitales atraídos hacia la economía americana fue tan importante que en 1985 Estados Unidos dejó de ser un país acreedor del mundo y se convirtió en el principal deudor. Pese a ello, Estados Unidos había despejado las dudas sobre su capacidad de desempeñar su papel como país hegemónico del sistema monetario y financiero internacional: el dólar era un patrón monetario incuestionable y el sistema financiero americano era el centro del sistema financiero mundial con el mercado de títulos de deuda más amplio, profundo y líquido del mundo y con los títulos del tesoro americano convertidos el principal activo de referencia mundial.

La década de 1980 también introdujo importantes cambios en la inspiración de las políticas económicas. Los procesos inflacionistas de la década anterior escasa voluntad política para aplicar políticas fiscales anticíclicas, es decir restrictivas en fases expansivas y expansivas en fases recesivas, determinaron el desajuste de precios y el incremento de la deuda pública. La importancia de que los gobiernos tenían que ocuparse de una correcta gestión de la demanda agregada porque el lado de la oferta se cuidaba por sí mismo⁴ parecía propia de otros tiempos. Las políticas discrecionales de regulación de la demanda ya no permitían alcanzar el objetivo de una combinación de bajo desempleo con un aceptable nivel de inflación.

Los hechos señalados provocaron la confrontación de dos enfoques. Por una parte, los partidarios de la efectividad de las políticas discrecionales defendían la capacidad de las políticas de gestión de la demanda agregada para influir en la evolución de ciclo económico, mientras que por otra, los detractores se inclinaban por la aplicación de “normas”⁵ en lugar de las políticas discrecionales de inspiración keynesia-

⁴ Rojo, L. A. op. cit. pág. 340.

⁵ La política monetaria basada en “normas” fue originalmente propuesta por Milton Friedman, Allan Meltzer y Karl Brunner, representantes del monetarismo de la Escuela de Chicago. Estos entendían que una política basada en normas monetarias y fiscales suponía la aceptación de la limitación de nuestros conocimientos y el rechazo de lo que entendían que cierta arrogancia de los defensores de las políticas discrecionales de estabilización.

na. En el ámbito fiscal, las “normas” debían buscar el equilibrio presupuestario, y en el monetario el establecimiento de una tasa moderada y estable de crecimiento de la cantidad de dinero⁶, en función de un objetivo reducido de inflación. En esta línea habían surgido nuevos enfoques macroeconómicos⁷ que señalaban que las políticas estabilizadoras sólo generarían efectos reales a corto plazo en la medida que contuviesen elementos sorpresa y no fuesen, para el público, regulares, sistemáticas y previsibles. En este sentido señalaban que las políticas discrecionales de corto plazo no tenían influencia en la tasa natural de paro, de forma que sólo se cambiar la situación en el mercado de trabajo mediante cambios en la regulación de las relaciones laborales, el seguro de desempleo, la mejora de información en el mercado de trabajo etc.

Las nuevas orientaciones macroeconómicas⁸ consideraban que “la principal tarea de la política monetaria y de la política fiscal debía consistir en proporcionar al sector privado un entorno estable y predecible”⁹. El objetivo principal era el control de la inflación. Para ello, la política monetaria debería guiarse si no por normas al menos por reglas¹⁰, y la política fiscal debía moderar y reducir el déficit público. Así mismo, se deberían reformar los mercados de trabajo, y en el ámbito externo, promover los procesos de liberalización comercial y financiera de las economías. El objetivo perseguido daba señales de ser alcanzado. La inflación en los países industrializados se redujo a lo largo de los ochenta y tras el accidentado repunte de los primeros noventa casi todos los países industrializados registraron tasas cercanas o inferiores al 3 por ciento. Todo parecía indicar que la nueva hegemonía del dólar con tipos de cambio flotantes y creciente libertad de movimientos de capital también hacía posible la recuperación la estabilidad de precios, al menos en los países industrializados.

La liberalización y desregulación financiera favorecieron que el proceso de desintermediación financiera cobrase un impulso inusitado. Al mismo tiempo, los bancos tenían que hacer frente a una situación caracterizada por la inestabilidad y el riesgo crecientes. En estas circunstancias, aumentó la demanda por instrumentos de reducción y transferencia de riesgo (*swaps*, futuros y opciones; y *securitization*) y los de emisión y negociación directa de títulos de deuda. La desintermediación aumentó la competencia y flexibilidad en los mercados, lo que a su vez estimulaba una continua innovación financiera. La “revolución financiera” se extendía cada día más impulsada por la interacción de la liberalización, la desregulación, la desintermediación y la innovación financiera, que su vez promovían una mayor competencia financiera internacional.

⁶ Era la propuesta de la escuela monetarista liderada por Milton Friedman.

⁷ Los que integraban el supuesto de equilibrio continuo en los mercados con la hipótesis de las expectativas racionales.

⁸ Entre las que destacaba la Nueva Macroeconomía Clásica.

⁹ Orphanides, A. (2000).

¹⁰ Como la conocida regla de Taylor, propuesta por John B. Taylor en 1993 en “*Discretion Versus Policy Rules in Practice*” *Carnegi Rochester Conference, Series on Public Policy*, 39.

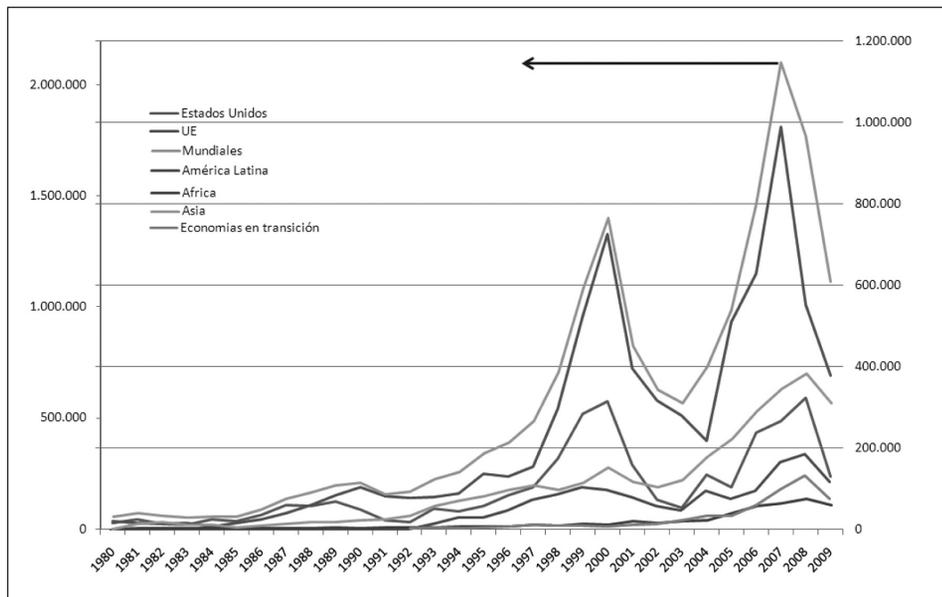
La integración financiera a mediados de los ochenta reflejaba ya un alto grado de interdependencia de las economías. La nueva hegemonía americana había resuelto la vieja incoherencia entre los objetivos internos de la política económica y los objetivos externos que provocó la caída de *Bretton Woods* y el rumbo inestable de los años 1970 (Belluzzo y Tavares, 2000). El ejercicio de la hegemonía se puso de relieve con motivo del acuerdo del *Plaza*, en septiembre de 1985, para la desvalorización ordenada del dólar y en el acuerdo del *Louvre*, de febrero de 1987, para estabilizarlo y con ello estabilizar los tipos de cambio entre los países del G-7. Estados Unidos no modificaba la orientación de su política económica interna, por lo que trasladaba la mayor parte de ajuste al resto de los países que tenían que apreciar sus tipos de cambio y estimular la expansión de sus mercados.

Los flujos financieros internacionales eran importantes determinantes de los tipos de cambio, al menos a corto plazo. La volatilidad de los tipos de cambio dejó de ser patrimonio de las economías con elementos de fragilidad y también se registraba en el movimiento de las cotizaciones entre las grandes divisas: el dólar, el marco y el yen. Las economías nacionales se encontraban inmersas en un proceso de amplia integración financiera internacional estrechamente vinculada por los mecanismos de los mercados financieros internacionales. Los tipos de cambio flexibles, en un contexto de plena libertad de movimientos de capital, actuarían como mecanismo de transmisión de los efectos de las políticas económicas, en particular de las políticas monetarias, pero con el riesgo de ver amplificadas (*overshooting*) en ellos mismos los efectos de la situación, como señalara Dornbusch (1978). Reflejaban, también, las expectativas de los agentes en los mercados financieros. Por tanto, se consideraba que la amplia libertad de movimientos de capital imponía disciplina en las políticas económicas de los países, en particular a las políticas monetarias, por lo que los tipos de cambio serían, en gran medida, reflejo del grado de cumplimiento de la disciplina y las expectativas de los mercados financieros.

La interdependencia internacional de las economías se incrementaba, además, gracias al nuevo carácter de los flujos de inversiones directas de las empresas multinacionales. Las empresas multinacionales de los principales países industrializados se dirigieron, desde los primeros años de 1980, hacia Estados Unidos, que se convirtió en el principal receptor de estos flujos a lo largo de la década y también de las dos siguientes. Al mismo tiempo, como ya anticipó *Hymers*, se desplegó un proceso de inversiones directas cruzadas, entre los propios países industrializados, con Europa situada en segundo lugar (véase gráfico nº 1). Esta expansión internacional de las empresas utilizó como vía principal de entrada en los nuevos mercados la adquisición de compañías, e incorporó nuevos países como China y los países de reciente industrialización del este y sudeste asiático. Los países de América Latina, que quedaron al margen de este proceso por los efectos negativos de la crisis de la deuda, volverían a atraer nuevas inversiones directas en los años noventa después de la aplicación del Plan *Brady* y las políticas del “Consenso de Washington”, con la liberaliza-

ción externa de sus economías, los procesos de privatización de empresas públicas y liberalización de inversiones en actividades de servicios, incluidos los servicios financieros.

Gráfico n° 1: Flujos internacionales de Inversiones Directas por regiones de destino, 1980-2009 (millones dólares)



Eje izquierdo: Regiones de destino de las inversiones.

Eje derecho: Total mundial.

Fuente: Elaboración según datos de UNCTAD, varios años.

V. El sistema monetario internacional en los turbulentos años de las finanzas globalizadas de la década 1990

La inestabilidad y la desaceleración de las principales economías industrializadas volvieron a manifestarse en los primeros años de la década de 1990. El *soft landing* de la economía americana desde finales de 1989 a 1992 estuvo motivado por el excesivo endeudamiento alcanzado por las familias y las empresas característico de los nuevos ciclos de crédito *boom-and-bust* (Belluzzo, 1997; Schularick and Taylor, 2009). Las economías de la Comunidad Europea se desaceleraban, primero, por los efectos negativos de la unificación alemana tras la caída del Muro de Berlín (en noviembre de 1989) y, entre septiembre de 1992 y julio de 1993, asistieron a la crisis del Sistema Monetario Europeo por la incertidumbre de la ratificación del tratado de *Maastricht* desde el “no” de Dinamarca de junio de 1992. A la vez, en Japón eclosio-

naba una crisis de “burbuja de activos” (inmobiliarios y acciones) cuyas raíces se encontraban en la expansión del crédito a tipos de interés reducidos por la política monetaria expansiva seguida tras el acuerdo del *Louvre*.

La crisis de la economía japonesa no estuvo acompañada de la depreciación del yen sino que, por el contrario, el yen siguió apreciándose. Las sombrías perspectivas internas, por la crisis, y externas, por la valorización del yen, determinaron que las empresas japonesas optasen por continuar con la estrategia de deslocalizar las actividades exportadoras menos intensivas en tecnología hacia los países asiáticos, tal y como habían hecho desde el acuerdo del *Plaza* en 1985. Era la mejor manera de mantener el acceso competitivo al mercado americano gracias a que el régimen de tipo de cambio de estos países favorecía su estrategia exportadora. Esta segunda deslocalización de inversiones japonesas a países asiáticos provocó una ola de inversiones de Corea del Sur y Taiwán también hacia China, Tailandia, Malasia e Indonesia; y las “plazas financieras de Hong Kong y Singapur se integraron con rapidez en el complejo asiático que se estaba formando con la incorporación de nuevos bancos nacionales y extranjeros” (Tavares y Belluzzo, 2004). Las crecientes inversiones directas intra-asiáticas y la expansión del crédito de los países inversores a los receptores estimularon el comercio intrarregional, parte del cual tenía carácter intra-empresa (Belluzzo, 2006). Aún así, la economía japonesa registró tasas negativas de crecimiento todo el periodo 1991-1995 y a mediados de este último año el tipo de cambio registró el punto de mayor apreciación: 79 yenes por dólar.

Los dos primeros años de la presidencia de *Clinton* el dólar seguía en la senda marcada por los acuerdos del *Plaza* y *Louvre*, a pesar de que la nueva administración declaraba que su intención era cambiar hacia una estrategia de dólar fuerte (De Long y Eichengreen, 2001). La FED subió por sorpresa los tipos de interés en febrero de 1994 y los mantuvo en ese nivel durante un año. Tras el *shock* inicial en el mercado de bonos, los mercados valoraron de forma positiva la orientación de la política monetaria. Pero en los últimos meses los *market sentiments* se dieron la vuelta y estimularon la salida de capitales de los países que registraban fuertes déficits en su balanza por cuenta corriente. La salida de flujos financieros de países con fragilidad externa afectó en particular a México, a finales de 1994, sólo tres semanas después del acceso a la presidencia de Ernesto Cerdillo. Era la primera crisis financiera internacional del *Consenso de Washington* y ponía en tela de juicio las bondades de una plena y rápida liberalización financiera externa con independencia de las condiciones económicas del país. Pero quizá lo más grave era que la crisis mexicana podía desencadenar un efecto contagio a otras economías emergentes y en desarrollo que podía acabar afectando la confianza en el dólar y, por tanto, en la valoración de los activos americanos. Si se concretaba la desconfianza sobre el dólar y continuaba la apreciación del yen podría producirse una salida de los inversores japoneses en bonos del tesoro americanos que obligaría a elevar los tipos de interés con el riesgo de dar lugar a una nueva e indeseada recesión (Serrano, 2004).

La Unión Europea se encontraba inmersa en la estrategia de Unión Económica y Monetaria con moneda única (el euro), pero la fortaleza del marco arrastraba, en su apreciación al resto de las monedas que formaban parte del maltrecho Sistema Monetario Europeo. La pérdida de dinamismo de las exportaciones y el cumplimiento de los criterios de Maastricht, en particular la reducción del déficit público, ensombrecían las opciones de crecimiento y, por tanto, de creación de las condiciones necesarias para establecer la UEM y la implantación de la moneda única.

A comienzos de 1995 Clinton nombró Secretario del Tesoro a *Robert Rubin* y Subsecretario a *Larry Summers* que apostaron a fondo por una política de dólar fuerte (De Long y Eichengreen, 2001), primero a partir de mantener un diferencial de tipos de interés a favor de Estados Unidos y, por tanto, que Japón y los países de la Unión Europea pudiesen bajar sus tipos y dejar que se depreciasen sus monedas; y en segundo lugar, coordinar la compra de dólares, al menos al principio, para ganar la confianza de los mercados en la nueva política. El cambio de rumbo hacia una política de dólar fuerte pilló a contrapié a los países del sudeste asiático que habían mantenido vinculadas (*peg*) sus monedas al dólar a lo largo del periodo de dólar débil y también a los países que habían implantado un *currency board* con el dólar (como Argentina).

La política de dólar fuerte, seguida durante la segunda mitad de los años 1990 e incluso en los primeros años de presidencia de *Bush*, facilitó la relajación de la política monetaria por parte de la FED. Se inició un nuevo ciclo de intenso crecimiento basado en la expansión del crédito a las familias y el aumento de la inversión de las empresas, sobre todo en los sectores de la denominada “nueva economía”, con equilibrio fiscal, primero, y superávit, a partir de 1997. La mayor intensidad del gasto privado determinó que la economía americana registrase un creciente déficit en cuenta corriente que promovió una fuerte entrada de capitales dirigidos, esta vez, a la compra de acciones en *Wall Street* y de bonos de empresas. Inmediatamente se produjo un fuerte aumento de las cotizaciones bursátiles que, a pesar de su “exhuberancia irracional”, alimentó el efecto riqueza y reforzó el carácter expansivo del ciclo por su fuerte influencia en el crecimiento del consumo de las familias y la inversión de las empresas. De nuevo Estados Unidos volvía a atraer gran parte del ahorro mundial esta vez para financiar la inversión de sus empresas y el enorme consumo de las familias.

La fuerte demanda externa de la economía americana propició la rápida recuperación de las exportaciones de los países del sudeste asiático después de la intensa depreciación de sus monedas tras la crisis asiática. Al mismo tiempo contribuyó a que China prorrogase su ciclo de alto crecimiento iniciado ya en los últimos años de la década anterior, con una estrategia basada en la expansión de las exportaciones, la atracción de inversiones directas hacia zonas especiales, la inversión del Estado en infraestructuras y la promoción de empresas públicas con la finalidad de crear grandes conglomerados industriales. Pero la crisis asiática, de 1997-1998, y la crisis rusa,

de agosto de 1998, desencadenaron un “*sudden stop*”¹¹ de flujos financieros internacionales hacia los países en desarrollo que causó, entre otras muchas, las crisis de Brasil (1999) y Argentina (2001).

Diversos gobiernos de países en desarrollo e industrializados propusieron, con apoyo poco entusiasta del FMI, la creación de un G-20 como instancia para discutir “las asimetrías y riesgos implícitos” en el funcionamiento del sistema monetario internacional en un reconocido contexto internacional dominado por las finanzas globalizadas. Parecía más urgente que nunca que se alcanzase un acuerdo sobre la arquitectura financiera internacional. Pero la administración del Presidente *Clinton* apoyaba el curso de los acontecimientos, es decir la plena liberalización de las finanzas globalizadas. Así se puso de manifiesto cuando *Rubin* y *Summers*, en el Tesoro, y *Levitt*, en la SEC, se opusieron a la regulación de los derivados en 1998 incluso después de la peligrosa quiebra del *Long Term Capital Management*. La confianza en la “gran moderación” (McConnell y Perez-Quiros, 2000; y Stock y Watson, 2003) y en la capacidad de la FED de Greenspan y el Tesoro en la gestión de las crisis y los ciclos era absoluta¹². Las crisis podían producirse sólo en países emergentes a consecuencia de sus malas políticas sin que en ellas influyese el funcionamiento del sistema monetario internacional y los diagnósticos y políticas aplicadas por el FMI.

El sistema monetario internacional que articulaba la integración económica y financiera global de los países no otorgaba una coherencia confiable a los nuevos elementos del sistema. En la práctica funcionaba como un sistema abierto e inestable considerado, como tal, como un no-sistema. El funcionamiento de un sistema monetario internacional requiere tanto una clara relación entre sus elementos constitutivos - patrón monetario, régimen de tipos de cambio, mecanismos de ajuste y financiación, fuentes de creación de liquidez y medidas de confianza y de resolución de crisis- así como unas bien definidas “reglas de juego” del marco internacional para la orientación de las políticas económicas nacionales.

La relación entre los elementos del sistema y el funcionamiento de las reglas de juego originan efectos en los intereses nacionales de los distintos países y también en los intereses particulares de los agentes económicos al interior de cada país. Las relaciones entre esos elementos y las reglas de juego son en apariencia técnicas y políticamente neutrales, pero influyen, de manera significativa, en los grados de libertad de las políticas económicas de los países y, a través de sus efectos sobre los capitales y los trabajadores, en su bienestar y en la fortaleza internacional de las economías. De esta forma, un sistema monetario internacional que aspire a funcionar como tal requiere un liderazgo claro ejercido por un país hegemónico o, de manera coordina-

¹¹ Categoría acuñada por Guillermo Calvo (1998).

¹² Rubin, Greenspan y Summers salieron fotografiados en la portada de la revista *Time* del 15 de febrero de 1999 bajo el título “El comité para salvar al mundo”. Pero esta leyenda situada en la parte izquierda de la portada iba acompañada de otra en la parte derecha que normalmente no se cita que rezaba “la historia secreta de cómo *the three marketeers* han prevenido la crisis económica global [y añadía] al menos hasta ahora”.

da, por un conjunto de países que compartan el interés en el adecuado funcionamiento del mismo (Arahuetes, 2003).

VI. El sistema monetario internacional en la primera década del S. XXI: la eclosión de los países emergentes, la crisis financiera internacional en los países industrializados y la tendencia hacia un sistema multipolar de reservas múltiples

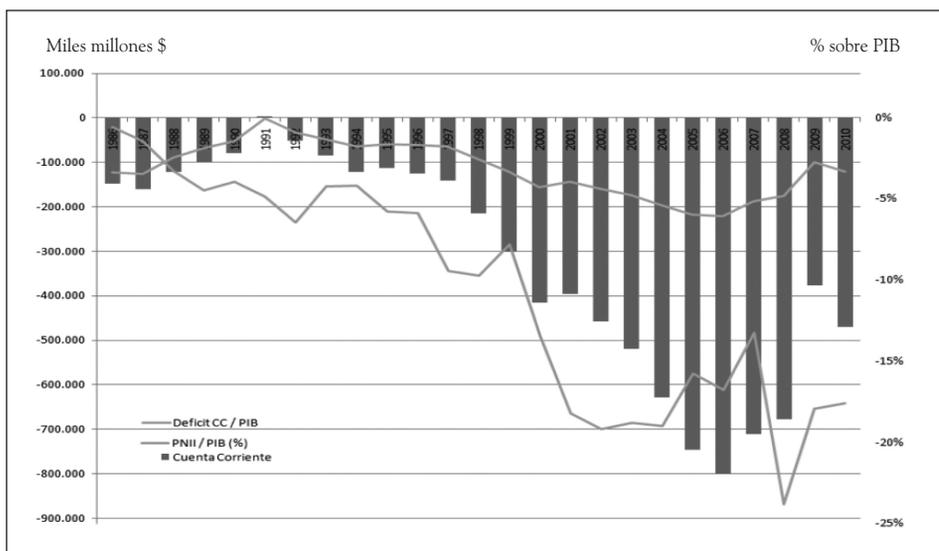
En los primeros años de la primera década del siglo XXI, la hegemonía americana imponía que el sistema monetario internacional operase como un no no-sistema¹³, con un patrón monetario dólar puro flexible -acompañado, entonces, de dos divisas en ascenso, el euro y el yen-, en el que los países construían sus “*unholy trinity*” a partir de la aceptación de la plena libertad de movimientos de capital o la resistencia a esta imposición –como en el caso de los países asiáticos tras la crisis de 1997-1998- y el retorno a una estrategia basada en las exportaciones y la acumulación de reservas. Todo ello sin que existiesen reglas claras sobre los mecanismos de ajuste, la creación de liquidez, la resolución de las crisis y la orientación de la nueva arquitectura financiera internacional. En el año 2000, 37 países formaban parte de alguna unión monetaria, 8 tenían un *currency board*, 32 habían vinculado sus monedas a algunas de las principales divisas internacionales, 13 la tenían fijada en relación a una cesta de divisas, 6 tenían tipos de cambio en bandas, 5 tipos de cambio fijos ajustables, 7 en bandas deslizantes, 27 en flotación administrada sin una trayectoria preanunciada y 50 en flotación (FMI, 2000).

En el marco del no-sistema monetario internacional de comienzos del nuevo siglo, la dinámica del proceso ha cambiado el equilibrio de poder en los aspectos monetarios y financieros. Si antes la dinámica descansaba sobre las naciones y los bancos centrales nacionales ahora lo hace sobre los agentes de los mercados financieros internacionales, lo que vuelve casi imposible que los países de forma individual puedan oponerse a los *market sentiments* de los mercados financieros globalizados. El no-sistema mantiene grados de incertidumbre no despreciables porque lo financiero, cada día en mayor medida, es determinante de los aspectos monetarios y de la evolución del ciclo económico. La hegemonía en este no-sistema se ejerce por Estados Unidos, que le permite mantener un fuerte déficit en su balanza de cuenta corriente financiado por una creciente entrada de capitales, a pesar de la elevada posición inversora neta internacional negativa (véase gráfico nº 2). Mientras tanto, 11 países de la Unión Europea habían accedido a la fase de moneda única, en 1999, para poner en marcha el euro en enero de 2002; la economía japonesa seguía en dificultades y en la estrategia de intervención sucia para mantener el yen subvaluado, y China seguía la estrategia de un yuan depreciado para sostener la competitividad de las exportaciones y acumular reservas, buena parte de las cuales se destinaban a la financiación externa de la economía americana.

¹³ Ontiveros (1997)

El pinchazo de la burbuja bursátil en Estados Unidos, en el primer semestre de 2000, y el comienzo de la recesión en 2001, por la brusca contracción de la inversión ante el exceso de capacidad productiva creada, provocaron una intensa desaceleración de la economía internacional. La FED y la nueva administración *Bush* reaccionaron con mucha rapidez. *Greenspan* comenzó a bajar rápidamente los tipos de interés a la vez que inyectaba liquidez en el sistema financiero internacional en coordinación con los bancos centrales de los principales países industrializados. Por su parte, el gobierno de *Bush* impulsó, en junio de 2001, una amplia reforma fiscal para bajar los impuestos a los grupos de rentas más altas (Padoa-Schioppa, 2010). El superávit público (1,1% del PIB) heredado de *Clinton* convertido en un déficit creciente (4,5% del PIB en 3 años) y el carácter expansivo de la política monetaria contribuyeron a que no se corriese el déficit en cuenta corriente (véase gráfico nº 2). Los déficit gemelos volvieron a ser objeto de preocupación, ya que a ellos se sumaba la amenaza de la creciente posición inversora neta negativa. El gran temor era que el dólar se depreciase bruscamente y ocasionase efectos negativos sobre los tipos de interés y los mercados de activos, incluido esta vez el pujante mercado inmobiliario.

Gráfico nº 2: Déficit en cuenta corriente y posición neta inversora internacional de Estados Unidos, 1986-2010 (en valores corrientes y en % sobre el PIB)



Eje izquierdo: Déficit en cuenta corriente en dólares corrientes.

Eje derecho: Porcentaje del déficit en cuenta corriente y de la posición neta inversora internacional sobre el PIB.

Fuente: Elaboración propia según datos de Balance of Payments Statistics Yearbook IMF, y Survey of Current Business, U.S. Bureau of Economic Analysis, varios años.

Sin embargo, la economía internacional se recuperaba apoyada en un solo motor, en expresión de *Larry Summers* “*flying on one engine*”¹⁴. El ajuste externo de la economía americana y, por tanto, el reequilibrio de la economía mundial no parecía estar cerca. Los déficits de Estados Unidos se financiaban con flujos crecientes procedentes de las economías asiáticas y en particular de China. Los países de estrategia “mercantilista” perseguían la obtención de superávits en las balanzas comerciales que les permitiesen una creciente acumulación de reservas. Gran parte de estas reservas en dólares se destinarían a satisfacer la demanda de dólares para atender la financiación de la economía americana. A su vez, la salida de parte de las reservas en dólares de estos países proporcionaba tanto la continuidad de la demanda de sus exportaciones como la estabilidad de los tipos de cambio subvaluados de sus monedas en relación al dólar.

Este esquema fue denominado por *Dooley, Folkerts-Landau* y *Garber* (2003) *Bretton Woods II*, consistente en la existencia de un acuerdo implícito similar al vigente en el periodo de *Bretton Woods*. En esta ocasión se trataría de un acuerdo birregional de carácter informal entre los países asiáticos y Estados Unidos, por el cual aquellos países vinculan sus monedas al dólar y obtienen cuantiosos superávits externos con la economía americana. Los dólares así obtenidos se canalizan hacia la economía de Estados Unidos para financiar sus déficits reflejados en el déficit en cuenta corriente. La economía americana se beneficiaría de un tipo de financiación barata para cubrir sus déficits, dado su bajo nivel de ahorro y su alta propensión al consumo, y los países asiáticos se sentirían atraídos por los atractivos retornos de los capitales prestados y la posibilidad de mantener su estrategia “mercantilista”. *Krugman* (2007) señalaba que la economía americana se había vuelto dependiente de la financiación asiática y en particular de China, flujos financieros externos que mantenían a un nivel bajo los tipos de interés a pesar de las amplias necesidades para cubrir los enormes déficits. Los bajos tipos de interés y las entradas de capitales internacionales eran esenciales para la financiación del *boom* inmobiliario en Estados Unidos. A su vez los altos precios inmobiliarios se convertían en la base de la obtención de dinero para consumo a partir de la refinanciación de las hipotecas. Como el nivel de los tipos de interés y la depreciación del dólar desincentivaron la entrada de capitales privados en Estados Unidos, desde finales de 2003, los nuevos flujos procedían, en gran medida, de inversiones oficiales de China y otros países de la región (*Visco*, 2009:14).

El ciclo de crecimiento de la economía americana y mundial, desde finales de 2003 hasta agosto de 2007, tuvo lugar con el dólar depreciándose y con fuertes déficits público y en cuenta corriente. Era comprensible que destacados economistas americanos recomendasen la ruptura de la dependencia financiera americana de los países asiáticos. Además del aumento de la fragilidad externa por el excesivo incre-

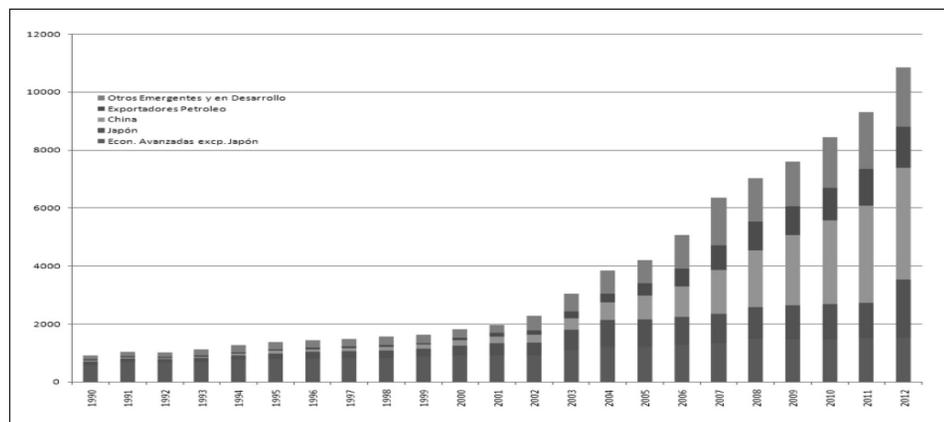
¹⁴ Con ese mismo título publicó *The Economist* un excelente informe en la edición del 18 de septiembre de 2003.

mento de los pasivos internacionales, crecían los temores a una crisis financiera de consecuencias más negativas que las derivadas de una crisis externa causada por una brusca corrección del tipo de cambio del dólar. En el fondo se cuestionaba la nueva hegemonía americana definida por la política monetaria de *Greenspan* y la política (no sólo económica) del gobierno *Bush*.

La combinación de estas políticas, en un contexto de amplia desregulación financiera, transformó la economía americana en un espacio de enorme absorción de capitales y productividad de los países asiáticos a fin de sostener un ciclo de crecimiento con bajos niveles de inflación. La nueva hegemonía parecía seguir las líneas señaladas en la formulación de *Bretton Woods II*. El bloque de los países asiáticos (con China y Japón a la cabeza) funciona como un engranaje de transmisión entre la demanda generada en Estados Unidos, la oferta asiática y la de los países exportadores de recursos naturales, entre los que destacan un amplio grupo de países de América Latina (Belluzzo, 2006). Los superávits externos y la acumulación de reservas del bloque de países productores asiáticos no sólo proporcionaban los recursos necesarios para cubrir las necesidades de financiación americanas, sino que creaban un esquema de articulación según el cual se establecía una situación de dependencia recíproca “que impedía que los países asiáticos orientasen el destino de sus reservas según los criterios privados de riesgo-rentabilidad” (Belluzzo, 2006:34). Por tanto, era un esquema de articulación internacional y no se trataría de un “exceso de ahorro” (“*saving glut*”, según la formulación de Bernanke, 2005) de los países emergentes en busca de la rentabilidad y las características financieras del mercado americano ante la falta de activos atractivos en sus propias economías.

Este esquema, basado en última instancia en el mantenimiento del alto nivel de consumo de los ciudadanos americanos, no era sostenible a largo plazo. Había suficientes señales que así lo indicaban. Los desequilibrios globales crecían continuamente de forma significativa. Al mismo tiempo que aumentaba el déficit en cuenta corriente de la economía americana, por el intenso desahorro de las familias, se incrementaban de forma acelerada la acumulación de reservas en los países emergentes y productores de petróleo (véase gráfico 3). Estos países canalizaban gran parte de esas reservas, como flujos oficiales, hacia la compra de títulos del Tesoro americano, determinando la reducción de los tipos de interés a largo plazo tanto en Estados Unidos como en el resto del mundo, contaminando en la misma tendencia los tipos de interés a corto -creando el “*conundrum*”- y contribuyendo a reducir el riesgo y la volatilidad (De la Dehesa, 2009). Este proceso facilitó la expansión de la liquidez internacional, el apetito por la búsqueda de rentabilidades más altas en cualquier tipo de activos financieros y un exceso de apalancamiento (Palais-Royal Initiative, 2011). Al interior de un grupo de economías avanzadas, las nuevas condiciones financieras de bajos tipos de interés e intensa expansión del crédito que facilitaron el fuerte crecimiento del consumo y la inversión y los *boom* en los mercados de activos financieros e inmobiliarios.

Gráfico 3: Participación en las reservas internacionales (excepto oro) de las principales áreas del mundo en el periodo 1990-2012



Fuente: IMF, International Financial Statistics.

Tras el desenlace de la crisis financiera internacional y, principalmente, de la crisis de *Lehman Brothers*, el FMI asumió un papel de promotor de cierta coordinación de los países del G-20 para evitar una nueva gran depresión mediante el recurso a la aplicación de políticas keynesianas. Frente a la ortodoxia seguida incluso durante la crisis asiática, el FMI comenzó una revisión autocrítica bajo la presidencia de Köhler en los primeros años 2000. Esta revisión ha seguido después de la crisis financiera con dos relevantes documentos: a) el primero invitando a repensar la política macroeconómica (*Rethinking Macroeconomic Policy*, realizado por Blanchard, Dell Ariccia y Mauro, 2010), y b) el segundo, *Capital Inflows: the role of controls* (Ostry, Ghosh, Habermeier, Chamon, Qureshi, and Reinhart, 2010) en el que se contempla la posibilidad de introducir controles a los movimientos de capital en economías en desarrollo para evitar la apreciación de los tipos de cambio, la entrada de capitales especulativos y la formación de burbujas.

La crisis ha situado en el ámbito del G-20 la discusión y la capacidad de cooperación para la reconfiguración del sistema monetario internacional, por tanto es el ámbito en el que se adoptarán las decisiones sobre las monedas de reserva, los tipos de cambio, los movimientos de capital, los mecanismos de ajuste, el marco de referencia internacional para la adopción de las políticas económicas nacionales, la supervisión financiera y los mecanismos de coordinación y gobernanza global. Un primer paso para establecer un marco de cooperación, en el seno del G-20, ha sido la puesta en marcha, bajo la actuación del FMI, del Proceso de Evaluación Mutua (*Mutual Assessment Process*¹⁵). Se reconoce al FMI como la institución para la aplica-

¹⁵ En este marco el FMI es la institución encargada de realizar una supervisión de las políticas económicas de los países y su adecuación con la estabilidad del crecimiento global.

ción y supervisión de las políticas acordadas, al tiempo que se han creado otros importantes ámbitos –como el FSB (*Financial Stability Board*)- para llevar a cabo la regulación financiera global y reforzar, en lo posible, la estabilidad de sistema internacional. También se ha reforzado el papel del FMI para facilitar una financiación internacional adecuada a la situación de los países teniendo en cuenta el contexto en el que se encuentre la economía internacional. En esta línea se pusieron en marcha la *Flexible Credit Line* y la *Precautionary Credit Line*. A pesar de la importancia de estas nuevas funciones, todavía no está claro cuál será el papel del FMI en el nuevo sistema monetario y financiero internacional post-crisis. Quizás es un claro reflejo de la situación en la que se encuentra el G-20. Consiguió alcanzar un amplio consenso en la coordinación de las políticas a seguir por los países inmediatamente después de la crisis financiera internacional, pero apenas ha avanzado después en la gobernanza de la economía global.

En la actualidad, por tanto, el no sistema monetario internacional se encuentra frente a importantes desafíos que se irán resolviendo bien por vía de los hechos bien, aunque menos probable, por acuerdos institucionales en el ámbito del G-20. Estados Unidos no parece dispuesto a compartir los beneficios de la gestión de la moneda de reserva del sistema, el “privilegio exorbitante”. La economía americana puede financiar en su propia moneda sus déficit en cuenta corriente sin ningún tipo de presión para que lleve a cabo una política de ajuste externo, lo que el ministro de finanzas francés Jacques Roueff llamaba en los años 1960 el privilegio de [poder mantener] “déficits sin lágrimas”. Además el señorío obtenido por el hecho de que su moneda sea la moneda de reserva internacional por excelencia le permite además importantes ganancias cuando se deprecia el dólar, ya que sus activos están denominados en monedas extranjeras, que se valorizan, y sus pasivos en su propia moneda que se desvalorizan. A lo largo de los últimos años sus ganancias de capital se han estimado en 1 billón de dólares (1 *trillion* americano)¹⁶.

Zhou Xiaochuan (2009), Gobernador del Banco de China, considera que un patrón dólar resulta inadecuado para cumplir las funciones que debe desempeñar un patrón monetario internacional: estar anclado a una referencia estable, ser emitido de acuerdo a un sistema de reglas claras, y ajustarse de manera flexible en función de los cambios en la demanda, al tiempo que los ajustes, cuando sea necesario llevarlos a cabo, no se realicen nunca en función de los intereses soberanos de ningún país. En este sentido, parece inclinarse por una moneda de reserva mundial similar al “Bancor” propuesto por Keynes en Bretton Woods, pero mientras se llega a esa situación su propuesta pasa por otorgar un papel mayor a los Derechos Especiales de Giro (como medio para el comercio internacional, establecer el precio de las *commodities*, proporcionar las facilidades de liquidez internacional y la emisión de activos denomi-

¹⁶ Mateos y Lago, Duttgupta y Goyal, 2009, citan en este sentido un trabajo de Clarida de 2009: “With Privilege Comes...?” Disponible en Internet en <http://www.pimco.com/leftNav/Global+Markets/Global+Perspectives/2009/With+Privilege+Comes+Clarida+Oct+2009.htm>).

nados en DEG). En cualquier caso, una alternativa a la situación actual –sea un sistema tripolar de reservas, con el dólar, el euro y el yuan, una moneda de reserva global o los DEG con cuenta de sustitución para los stocks existentes de reservas oficiales– es improbable que se pueda establecer por acuerdo negociado entre los países más importantes del planeta, ni siquiera en el seno del G-20, si no que se establecerá a partir de las prácticas seguidas por los agentes privados en los mercados internacionales y por los gobiernos (idea inspirada en Cohen, 2008). Pero quizá la introducción de una cuenta de sustitución global en DEG y la incorporación del yuan-remimbi a la cesta de composición de los DEG facilitaría la larga transición hacia el cambio en patrón monetario internacional, mientras tanto todo parece indicar que el paso siguiente será un sistema de reservas múltiple (Williamson, 2009).

A primera vista parecería más fácil abordar otro importante desafío que ha desempeñado un destacado papel en la crisis financiera internacional y resulta esencial para volver a una senda de crecimiento en los próximos años, los desequilibrios globales. La experiencia a los largo de estas 5 décadas ha enseñado que ningún gobierno está dispuesto a sacrificar sus objetivos de política económica interna en aras del equilibrio externo. Este supuesto está presente en la dificultad de alcanzar un acuerdo sobre las políticas a seguir para corregir los desequilibrios globales. La incertidumbre que introduce y, por tanto, los efectos negativos que puede desencadenar esta situación hace que la mejor forma de resolverlo sea mediante la cooperación entre los países con superávit y los países con déficit. La cooperación permitiría una apreciación ordenada de las monedas de los países con superávit (principalmente las asiáticas, y sobre todo la de China) respecto al dólar, al tiempo que ponen en marcha políticas de expansión de la demanda interna, sobre todo China, pero también otros con superávit. Sin embargo, son complejos los aspectos a enfrentar (Visco, 2009) puesto que las economías emergentes tienen distintos grados de desarrollo, especialización comercial, liberalización financiera, y regímenes de tipos de cambio. De ahí que resulte difícil responder a las siguientes preguntas: ¿Cuál debería ser la cuantía de la apreciación? ¿debería aplicarse de una sola vez o de manera gradual? Después de realizada la apreciación los países ¿deberían adoptar tipos de cambio flotantes o podrían volver a sus sistemas anteriores de tipos de cambio fijos, *crawling peg* y flotación gestionada? ¿Cuál debería ser la dimensión expansiva de sus políticas para no perjudicar el equilibrio interno de sus economías?

La complejidad no es menor en el caso de las economías industrializadas. Estados Unidos manifiesta continuamente un preocupación por los desequilibrios globales, puesto que es el país más afectado por ellos. Exige a China que deje apreciar su moneda y ha llevado al ámbito del G-20, todavía con escaso éxito, la propuesta de que los países con superávit en cuenta corriente se comprometan a limitarlo al 4% del PIB. Sin embargo en el diseño de su política parece inclinarse a apoyar la estrategia de los señores de las finanzas según la máxima “el dinero a la busca y captura de los rendimientos [donde quiera que se encuentren]” (*money chasing yield*). En este

sentido, los gestores de los capitales “salen a la caza [de los rendimientos] de las monedas y activos de los países emergentes y de las *commodities*, mientras el dólar sigue una trayectoria de depreciación (...), de forma que estos movimientos de amplia circulación financiera, interesados únicamente en la búsqueda de altos rendimientos no tienen el menor temor a que se produzcan nuevas burbujas de activos en esta ocasión en los mercados de los países emergentes” (Belluzzo, 2011). La política monetaria de Estados Unidos –con los *Quantitative Easing 1* y *Quantitative Easing 2*– lejos de proporcionar la liquidez necesaria para la recuperación de su propia economía ha servido para alimentar los circuitos de búsqueda de rendimientos en economías emergentes, causando la apreciación de sus tipos de cambio. Inmediatamente se han levantado voces, en las economías emergentes, refiriéndose a la existencia de una “guerra de divisas” (el Ministro de Finanzas de Brasil, Guido Mantega).

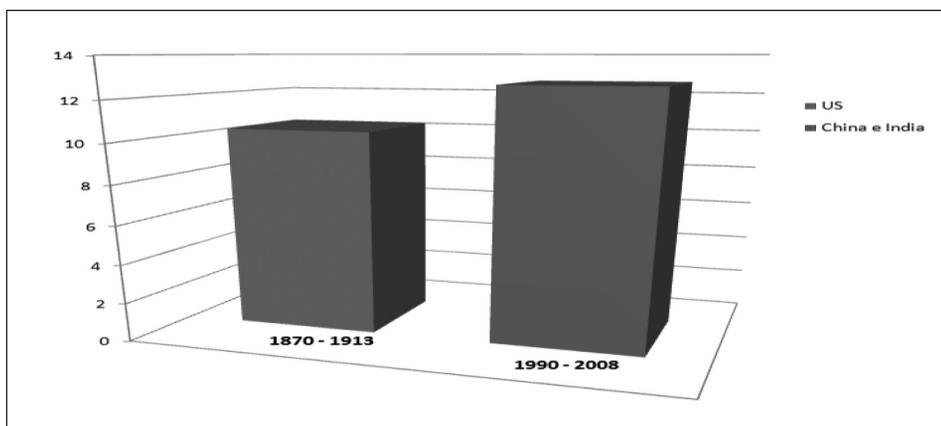
En Europa, la introducción del euro parecía que iba a rediseñar el sistema monetario internacional al ser la segunda divisa más importante del mundo y hacer que la economía internacional pudiese transitar hacia un sistema tripolar constituido por el dólar, el euro y el yen (Mundell, 1999). Pero la crisis financiera originada en Estados Unidos tuvo importantes efectos sobre los sistemas financieros de varios países de la Unión Europea que acabaron comprometiendo las finanzas públicas. Sin embargo, la crisis griega, en enero de 2010, eclosionó por vía de las finanzas públicas y el Gobierno se vio obligado, en abril, a solicitar la ayuda financiera de los Estados de la eurozona para evitar el *default*. El episodio griego despertó dudas sobre la situación financiera de los países periféricos de la eurozona –Irlanda, Portugal, España e Italia-. Los temores ampliados de *default*, de estos países, ocasionaron la venta a gran escala de su deuda pública, lo que provocó una brusca reducción de su cotización y el aumento de las primas de riesgo de las nuevas emisiones. Se desencadenó, así, un nuevo episodio de la crisis financiera internacional, la crisis de la deuda soberana en Europa.

Esta crisis se extendió a los mercados de capital y al resto de las bolsas del mundo, y su dimensión dio lugar a que se cuestionase la propia viabilidad del euro. La gravedad de la situación determinó que el Ecofin (Consejo de Economía y Finanzas de la Unión Europea) crease el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera, un fondo de 750.000 millones de euros, para ayudar a los países con dificultades financieras y ahuyentar los temores sobre la viabilidad del euro. Al mismo tiempo, se requirió a los países de la periferia del área que adoptasen medidas para reducir el déficit público al nivel requerido por Maastricht. El euro nació y se ha desarrollado con todas las cualidades para ser una moneda de reserva internacional, pero también con una debilidad congénita, una evidente ambigüedad sobre la gobernanza económica de la Unión Europea. El euro se ha extendido muy bien a los países vecinos de la eurozona y ha aumentado su participación en las reservas mundiales desde el 23%, en el último trimestre de 2008, al 24,5% en el último trimestre de 2010. Pero este crecimiento se ha centrado, sobre todo, en los países vecinos y en países avanzados como Suiza (Bagnall, 2011). En todo caso, la Unión Europea, una vez resueltos los

desafíos de la crisis de la deuda soberana, puede desempeñar un papel destacado en el sistema de reservas múltiple como en la configuración de un nuevo sistema monetario y financiero internacional.

El grupo formado por otros países emergentes, entre los que se encuentran los de América Latina, la India, y otros países del este y sudeste asiático (Malasia, Tailandia, Indonesia, Corea del Sur y Singapur), ha sido objeto de interés de los flujos financieros internacionales y su entrada en sus mercados ha apreciado sus monedas. Este grupo sigue un régimen de tipos de cambio que está mas cerca de la flotación que de la flotación gestionada, por lo que se ha visto muy afectado por la denominada “guerra de divisas”. En 2010 los países emergentes recibieron un volumen de flujos de capital privados de 990.000 millones de dólares, cifra muy superior a los 644.000 millones de dólares recibidos en 2009 (*Institute for International Finance, 2011*). Estos flujos financieros causan la apreciación de los tipos de cambio, que provocan importantes efectos negativos en la balanza comercial y de cuenta corriente, a la vez que contribuyen a la expansión del crédito y provocan sobrecalentamiento y burbujas de activos. La respuesta de estos países es establecer restricciones a la entrada de capitales (mediante impuestos a los capitales a corto plazo) y la adopción de medidas macroprudenciales. Pero aún así es difícil revertir la “guerra de divisas” en un contexto internacional en el que el euro se encuentra bajo sospecha por la crisis de la deuda soberana de los países de la periferia y la evidencia de la falta de mecanismos de gobernanza de la Unión; y el dólar está bajo la ambigüedad de ser todavía la moneda de reserva internacional y, por tanto, actúa como refugio ante las incertidumbres internacionales, y al mismo tiempo registrar una tendencia hacia la depreciación.

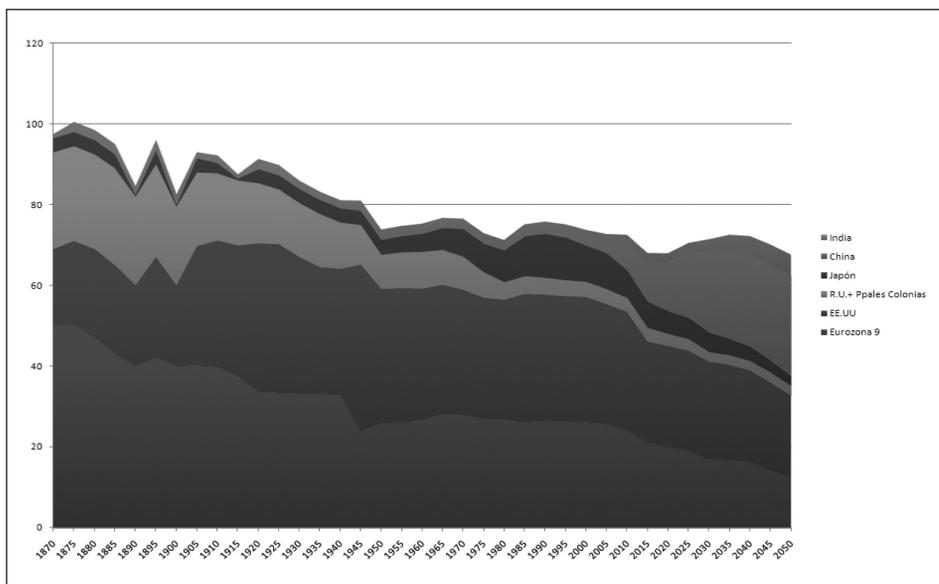
Gráfico 4: Perspectiva comparada del impacto en el PIB mundial de la irrupción de Estados Unidos y Canadá en la economía internacional en el periodo 1870-1913 y de China e India en el periodo 1990-2008



Fuente: Carney, 2010.

En todo este largo proceso han tenido lugar cambios estructurales muy relevantes en la economía global, cambios que deben ser tenidos en cuenta, y que introducen tensión, en el sistema monetario y financiero internacional. La integración de más de 2.000 millones de personas (las poblaciones de China e India) en la economía global es un fenómeno de mayor dimensión, aunque de similares características, al registrado con la incorporación de Estados Unidos y Canadá en el último tercio del siglo XIX y primeros años del siglo XX a la economía mundial (véase gráfico 4; y Carney, 2010). En la actualidad las economías emergentes, con los países BRIC a la cabeza, representan casi 2/3 del crecimiento de la economía mundial, tienen un papel preponderante en la producción y comercio de todas las *commodities*, un peso creciente en las importaciones mundiales (cerca de la mitad del crecimiento en la última década), al tiempo que acumulan gran parte de las reservas monetarias internacionales (véase gráfico 3). China se ha convertido en 2010 en la segunda economía del mundo, superando a Japón, detrás de Estados Unidos, y en el primer exportador mundial ligeramente por delante de Alemania.

Gráfico 5: Participación porcentual de diversas áreas del mundo en el PIB global en el periodo 1870-2050 (a precios constantes y tipos de cambio de 2005)



Fuente: Bénassy-Quéré y Pisani-Ferry, 2011.

Todas las proyecciones sobre el peso de las distintas áreas del mundo en la economía mundial en el horizonte de 2050 coinciden en señalar que China, y también la

India, aumentarán de forma continua su participación en el PIB global (véase gráfico 5) frente al menor peso relativo de la economía de Estados Unidos, y sobre todo de los países de la eurozona y de Japón. Si se cumplen esas proyecciones, la economía china habrá superado a la de Estados Unidos en 2050 y la de la India duplicará la importancia de la economía japonesa. En ese horizonte, el centro de gravedad de la producción, el comercio y las finanzas mundiales se habrán trasladado del Atlántico a Asia que concentrará cerca del 50% del PIB mundial. El incremento de la importancia económica de China, y en cierta medida de los países emergentes, tendrá que reflejarse en la reordenación y funcionamiento del sistema monetario y financiero internacional. De esta forma, cabe pensar que nos encontramos en una primera fase de la transición hacia un sistema de reservas múltiple, en la que China parece inclinada a otorgar una mayor importancia a los DEG, con cuenta de sustitución, y, a no mucho tardar, la incorporación del yuan-reminbi a la cesta de composición de los DEG. Si fuese así, podrían sentarse las bases para la cooperación global a la vez que se avanza en el diseño del nuevo sistema internacional. De lo contrario, se instalaría una permanente discrepancia sobre los regímenes de tipos de cambio, los mecanismos de ajuste simétricos, el marco internacional que compatibilice las políticas nacionales y la gestión de los bienes públicos globales (Bénassy-Quéré y Pisani-Ferry, 2011).

En la actualidad, el no sistema monetario internacional se encuentra en pleno proceso de transformación. La moneda de reserva internacional sigue siendo predominantemente el dólar, pero existen tendencias hacia un sistema multivisa con posibilidad de que los DEG (SDRs) con cuenta de sustitución puedan desempeñar un papel más relevante y contribuir a resolver los temas sobre la liquidez internacional y el prestamista en última instancia. El no sistema no ha resuelto de manera satisfactoria la consistencia de la “*unholy trinity*” surgida tras la crisis de *Bretton Woods*. Los países han optado por la máxima autonomía de la política monetaria y elegido, en gran medida, el grado de libertad de movimientos de capital, pero ante el “espejismo” de los tipos de cambio fijos (Obstfeld y Rogoff, 1995), el “espejismo” de los tipos de cambio flotantes (Reinhart, 2000) y el “miedo a flotar” ha existido una amplia variedad de regímenes de tipos de cambio. El propósito no era otro que conseguir la mayor estabilidad de los tipos de cambio en un mundo que avanzaba rápidamente hacia una completa liberalización de los movimientos de capital y una amplia integración económica.

Los temores eran fundados ya que los tipos de cambio flotantes se determinaban a corto plazo por los bruscos movimientos de los flujos financieros y daban lugar a intensas fluctuaciones que perjudicaban las relaciones comerciales y la estabilidad macroeconómica interna. También, esta configuración consagraba una asimetría en los procesos de ajuste. Los países industrializados, sobre todo el país hegemónico, podían posponer el ajuste accediendo a la financiación de sus desequilibrios por plazos muy prolongados, mientras que los países emergentes y en desarrollo se veían

inmersos en procesos de ajuste en cuanto se evidenciaba cualquier signo de debilidad externa. Resulta, por tanto, muy difícil aceptar la supervisión multilateral del no sistema, que podría haberse llevado a cabo por el FMI, puesto que a duras penas se reconocía la importancia del diseño de un marco internacional en el que se compatibilizasen las políticas nacionales. La instauración de mecanismos de ajuste simétricos, la corrección de los desequilibrios y la supervisión macroeconómica y financiera internacional requieren importantes modificaciones del sistema, que incluya el papel del dólar como moneda de reserva internacional por excelencia y un nuevo rol reforzado para el FMI. Pero también se requerirá un mayor ejercicio de liderazgo en el seno del G-20 tanto de los países industrializados como también de los emergentes y en especial de los países asiáticos con China y Japón a la cabeza.

VII. Conclusiones

La primera década del siglo XXI ha puesto de relieve, con la crisis financiera internacional y los efectos negativos transmitidos, tanto financieros como comerciales, que las economías están globalizadas más que nunca. Además, han eclosionado, con inusitada fuerza, un destacado grupo de países emergentes, en particular los BRIC, que tienen voluntad política de participar de manera activa en los asuntos concernientes a la configuración de un nuevo sistema monetario y financiero internacional que sustituya, de manera gradual, al no sistema de *Bretton Woods II*.

La idea de un nuevo patrón monetario internacional similar al Bancor que propuso Keynes en su visión de *Bretton Woods*, resulta todavía fuera de nuestro tiempo histórico. La realidad parece orientada hacia un patrón de reservas múltiple o multipolar con una divisa predominante, el dólar, acompañado del euro y, en un tiempo, del yuan chino. Incluso se contempla la posibilidad de ampliar el papel de los Derechos Especiales de Giro (SDRs, en su acepción en inglés) con cuenta de sustitución, otorgando mayores prerrogativas al FMI. Los países emisores de las tres grandes divisas deberían reconocer los factores de interdependencia económica, que se ha revelado con mayor claridad con la crisis financiera internacional, y ser capaces de avanzar hacia un nuevo sistema basado en una mejor y mayor coordinación para que el sistema monetario fuese más estable. En ese marco, sería más factible establecer los mecanismos de ajuste simétricos que corrigiesen los desequilibrios globales, los regímenes de tipos de cambio, la supervisión macroeconómica y la regulación financiera internacional y un marco internacional para hacer compatibles las políticas económicas nacionales.

Destacados investigadores descartan la conveniencia de una mayor coordinación internacional al considerar que los vínculos internacionales establecidos a partir de los amplios movimientos de capital inducen a las autoridades a considerar la repercusión mundial de sus políticas económicas sin necesidad de la cooperación centralizada. Sin embargo, como se ha puesto de manifiesto con la crisis financiera interna-

cional, las políticas monetarias de los países avanzados se guiaban más por la búsqueda de la estabilidad de precios interna y el bienestar de sus economías que por sus efectos internacionales. La idea de coordinación debería seguir la moderna formulación de John Nash, y reconocer la importancia de contar con un mecanismo internacional de ajuste simétrico, de regímenes de tipo de cambio compatibles, un marco internacional que adecuase las políticas económicas nacionales y un prestamista internacional en última instancia. Es probable que nos encontremos en una fase de transición hacia un sistema de reservas múltiple, en la que China está interesada en participar. En principio su idea sería otorgar una mayor importancia a los DEG, con cuenta de sustitución, e incorporar al yuan-remínbi a la cesta de composición de los DEG. En este proceso se podrían sentar las bases para la cooperación global a la vez que se avanza en el diseño del nuevo sistema monetario y financiero internacional. De lo contrario, se corre el riesgo de entrar en una disputa permanente sobre los regímenes de tipos de cambio, los mecanismos de ajuste y la gestión de los bienes públicos globales. Si así fuese, sucedería lo que indica el profesor Fiori (2004: 107) tomando la idea de Adam Smith al discutir el papel del “coraje y la fuerza” en la distribución desigual de la riqueza de las naciones: “el miedo mutuo, constituye el único factor susceptible de crear temor sobre la injusticia de las naciones independientes y de transformarlo en cierta especie de respeto a los derechos recíprocos”.

Bibliografía

- Aglietta, M. (1987), *El fin de las divisas clave*, ensayo sobre la moneda internacional, Siglo XXI Editores, Madrid.
- Arahuetes, A. (2000), “El proceso de globalización de la economía en las últimas décadas del siglo XX”, en *Luces y Sombras de la Globalización*, A. Blanch (Ed.), Universidad Pontificia Comillas, Madrid.
- Bagnall, Sara (2011), “How Fast is the US Dollar s Share of International Reserves Declining”, *Real Time Economic Issues Watch*, Peterson Institute for International Economics.
- Belluzzo, Luiz G. M. (2011), “Divagações sobre a moeda internacional e o movimento de capitais”, en *Carta Maior*, mayo, disponible en Internet, http://www.cartamaior.com.br/templates/materialImprimir.cfm?materia_id=17697.
- _____ (2006), “As transformações da economia capitalista no pós-guerra e a origem dos desequilíbrios globales”, en *Política Econômica em Foco*, nº 7, abril.
- _____ (1999), “Finança global e ciclos de expansão”. En Fiori, Jose Luis (org.), *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes, 1999.

- _____ (1995), “O declinio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados”, *Economia e Sociedade*, nº 4, junio.
- Bergsten, Fred. C. (2003), *The Correction of the Dollar and Foreign Intervention in the Currency Markets*, Testimony before the Committee on Small Business, United States House of Representatives, Washington, D.C.
- Bernanke, B. (2005), “The global saving glut and the U.S. current account deficit”, *BIS Review*, 16, disponible en <http://www.bis.org/review/r050318d.pdf>.
- Bénassy-Quéré, Agnès y Jean Pisani-Ferry (2011), *What international monetary system for a fase-changing World economy?* documento preparado para la Conferencia AEEF, Paris, enero.
- Bini Smaghi, Lorenzo, 2008, “The Internationalization of Currencies: A Central Banking Perspective,” en J. Pisani-Ferry and A. S. Posen, eds., *The Euro at Ten: The Next Global Currency?* Peterson Institute for International Economics and Bruegel.
- Calvo, Guillermo (1998) “Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops”, *Journal of Applied Economics*, Mayo, vol I (1).
- Carney, Mark (2010), *Restoring faith in the international monetary system*. Presentación en Calgary, Alberta, septiembre.
- CEPAL (2002), *Globalización y Desarrollo*, Naciones Unidas, Santiago de Chile.
- Cohen, Benjamin J. (2008), “The International monetary system: diffusion and ambiguity”, *International Affairs*, 84, 455-470.
- De la Dehesa, Guillermo (2009), *La Primera Gran Crisis Financiera del Siglo XXI. Orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios*. Alianza Editorial, Madrid.
- De Long, Bradford y Barry Eichengreen (2001), *Between Meltdown and Moral Hazard: The International Monetary and Financial Policies of the Clinton Administration*. NBER Working Paper, nº 8443, agosto.
- Dooley, Michael, David Folkerts-Landau, Peter Garber (2003), “An Essay on the Revived Bretton Woods System”, NBER Working Paper nº 9971, septiembre.
- Eichengreen, Barry (2009), “The Dollar Dilemma: The World’s Top Currency Faces Competition”, *Foreign Affairs*, 88 (5), pp. 53-68.
- _____ (2000), *La Globalización del Capital, Historia del Sistema Monetario Internacional*, Antoni Bosch, Barcelona.
- _____ (1987), “Hegemonic Stability Theories of the International Monetary System”, NBER Working Paper No 2193, March.
- _____ (1994), *International Monetary Arrangements for the 21st Century*, Brookings Institution, Washington.
- Eichengreen, Barry y Peter Temin (2010), “Fetters of gold and paper”, *Oxford Review of Economic Policy*, Volumen 26, número 3, pp. 370-384.
- Fiori, Jose Luis (2004), “O Poder Global dos Estados Unidos: formação, expansão

- e limites”. En Fiori, Jose Luis (org.), *O poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2004.
- Fouré, Jean, Bénassy-Quéré, Agnès. and Lionel Fontagné (2010), “The World Economy in 2050: a Tentative Picture”, CEPII working paper No. 2010-27, December.
- Gilpin, R. (2001), *Global Political Economy, Understanding the International Economic Order*, Princeton University Press, Princeton.
- Goldstein, Morris y Michael Mussa (1995), “The integration of World Capital Markets”, IMF, documento de trabajo n° 93/95.
- Institute for International Finance (2011), *Capital flows to emerging markets economies*, Research Notes, junio.
- Keynes, J.M. *Ensayos de persuasión*, Barcelona, Crítica, 1988.
- Krugman, Paul (2007), ‘Will There Be a Dollar Crisis?’, *Economic Policy*, July 2007, 435–467.
- _____. *El Retorno de la Economía de la Depresión y la Crisis Financiera Actual*, Barcelona, Crítica, 2009.
- Mateos y Lago, Isabelle, Duttagupta, Rupa and Rishi Goyal (2009), “The Debate on the international Monetary System”, IMF Staff Position Note No. SPN/09/26.
- McConnell, M. and G. Perez-Quiros (2000): *Output fluctuation in the United States: what has changed since the early 1980s?* *American Economic Review*, No. 90.
- McKinnon, Ronald (1993), “The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective,” *Journal of Economic Literature*, March, pp. 1–44.
- Minsky, H. (1982), *The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behaviour of the Economy*”, en C. Kindleberger (ed.), *Financial Crises*, Cambridge University Press.
- Mundell, Robert (2000), “A Reconsideration of the Twentieth Century”, *The American Economic Review*, Vol. 90, N° 3, junio, pp. 327-340.
- Ontiveros, E. (1997), *Sin Orden ni Concierto, medio siglo de relaciones monetarias internacionales*, Escuela de Finanzas Aplicadas, Analistas Financieros Internacionales, Madrid.
- Obstfeld, Maurice y Kenneth Rogoff (1995), “The Mirage of Fixed Exchange Rates”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, N° 4, otoño, pp. 73-96.
- Orphanides, A. (2000), *Activist Stabilization Policy and Inflation: The Taylor Rule in the 1970s*, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Padoa Schioppa, Tommaso (2010), “The Ghost of Bancor”, Conferencia impartida en Louvain-la-Neuve, 25 de febrero.
- Palais-Royal Initiative (2011), *Reform of the International Monetary System: A Cooperative Approach for the Twenty First Century*.
- Panitch, Leo y Sam Gindin (2009), “Finance and American Empire”, en Panitch,

- Leo y Martijn Konings (Eds.), *American Empire and the Political Economy of Global Finance*, Palgrave Macmillan.
- Reinhart, Carmen M. (2000), "The Mirage of Floating Exchange Rates", *The American Economic Review*, Vol. 90, Nº 2. Mayo, pp. 65-70.
- Rodrik, D. (2002), *Feasible Globalizations*, NBER, Working Paper nº 9129, Cambridge.
- Rojo, L. A. (1984), *Keynes: su tiempo y el nuestro*. Alianza Universidad, Madrid.
- Schularick, Morith y Alan M. Taylor (2009), "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage cycles and Financial Crisis, 1870-2008", NBER Working Paper, nº 15512, Cambridge, noviembre.
- Serrano, F. (2004), "Relações de poder e a política econômica americana, de Bretton Woods ao padrão dolar flexível". En Fiori, Jose Luis (org.), *O poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2004.
- Stock, J. H. y Watson, M. W. (2003), *Has the business cycle changed? Evidence and explanations*, NBER Working Paper nº 9127.
- Tavares, Maria Conceicao y L. G. M. Belluzzo (2004): "A Mundialização do Capital e a Expansão do Poder Americano". En Fiori, Jose Luis (org.), *O poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2004.
- Taylor, Alan M. (1996), "International Capital Mobility in History: the Saving-Investment Relationship", NBER Working Paper nº 5743, Cambridge.
- Taylor, John B. (1993), "Discretion Versus Policy Rules in Practice" *Carnegie Rochester Conference, Series on Public Policy*, 39.
- UNCTAD (1999), *World Investment Report. Foreign Direct Investment and the Challenge of Development. Overview*, Naciones Unidas, Nueva York y Ginebra.
- Visco, I. (2009), "The financial crisis and economists' forecasts", *BIS Review*, 49, available at <http://www.bis.org/review/r090423f.pdf>.
- _____ (2009), "The global crisis –the role of policies and the international monetary system", *G-20 Workshop on the Global Economy*, Mumbai, 24-26 de mayo.
- Williamson, J. (2009), "Why SDRs Could Rival the Dollar", en *Policy Brief*, septiembre.
- Zhou, X. (2009), "Reform of the international monetary system", *People's Bank of China*, conferencia impartida el 23 de marzo, y disponible en <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&ID=178>.

