

# El desplome del dólar y la crisis de las finanzas globales: cambio estructural en el sistema internacional

*José Antonio Sanahuja*

*Profesor de Relaciones Internacionales de la Universidad Complutense de Madrid*



Los atentados del 11-S y las guerras de Afganistán e Irak han abierto un debate político y académico sobre la hegemonía de Estados Unidos y la conformación del sistema internacional. Esos atentados dieron a los neoconservadores una oportunidad única para promover un proyecto hegemónico de orden mundial —una *pax americana* renovada— basado en la premisa de que las capacidades militares serían la principal fuente de poder; en el supuesto carácter unipolar del sistema internacional, dada la concentración de la fuerza militar en Estados Unidos, y en la expansión de la democracia liberal como fuente de legitimidad de ese proyecto. Los títulos de escritos de autores “neocon” de esos años, como *The Case for American Empire* (Boot, 2001) o *Preserving America’s Supremacy, Institutionalizing Unipolarity* (Donnelly, 2003), revelan que, más allá del argumento antiterrorista o de las finalmente inexistentes armas de destrucción masiva de Irak, lo que se pretendía era un completo reordenamiento del sistema internacional posterior a la Guerra Fría.

*El desplome del dólar y la crisis financiera son la expresión del debilitamiento de Estados Unidos y de cuán ilusorio, y peligroso, ha sido el proyecto hegemónico de los neoconservadores*

Apenas seis o siete años más tarde, ese proyecto hegemónico está en ruinas y los neoconservadores se han ido retirando en desbandada de la Casa Blanca y del Departamento de Defensa. Las guerras de Afganistán e Irak pretendieron ser el “acto constituyente” del “nuevo siglo americano”, por utilizar la expresión que dio nombre a un conocido *think tank* neoconservador<sup>1</sup>. Sin embargo, la debacle militar y política de Irak y el doloroso estancamiento de la guerra de Afganistán parecen poner de manifiesto la debilidad del supuesto *hegemon* frente a las denominadas “guerras asimétricas”. Con Guantánamo y Abu Ghraib su legitimidad ha sufrido un daño difícil de reparar, y el desplome del dólar y la crisis financiera iniciada en 2007 parecen mostrar los límites financieros de un proyecto imperial que ya no da mas de sí.

Quienes defienden ese proyecto o tratan de justificar las posiciones neoconservadoras sostienen que la caída del dólar y la crisis iniciada con el impago de las hipotecas *subprime* constituyen fenómenos de carácter cíclico o coyuntural, que no están directamente relacionados con la guerra de Irak y las enormes necesidades de financiación que comporta la “guerra global contra el terrorismo” que, en todo caso, son problemas económicos temporales que no afectan a las capacidades militares, que son la verdadera fuente del poder; y que Estados Unidos ya se enfrentó a dificultades similares en los años setenta, en particular tras la crisis del sistema monetario de Bretton Woods y la ruptura del patrón oro-dólar. Estos hechos, también relacionados con la derrota de Vietnam, dieron paso a análisis pesimistas sobre el declive de Estados Unidos, que, según ese enfoque, la era Reagan, la desaparición de la Unión Soviética o la primera Guerra del Golfo se encargaron de desmentir.

En este capítulo se plantea una interpretación distinta. Se afirma que el desplome del dólar y la crisis financiera son la expresión del debilitamiento de Estados Unidos y de cuán ilusorio, y peligroso, ha sido el proyecto hegemónico de los neoconservadores. Pero ello no supone un aumento del poder de otros actores estatales, sea en el plano militar, económico o financiero. Por el contrario, esos hechos son la expresión de un proceso de cambio estructural en la naturaleza del poder y en la redistribución del mismo entre actores estatales y no estatales, entre el Estado y el mercado, en el que la estructura de las finanzas mundiales está fuera de control y el poder se ha diluido en un mercado cada vez más integrado y desregulado.

<sup>1</sup> The Project for a New American Century (PNAC). Véase <http://www.newamericancentury.org>.

## Estructuras del poder en el sistema internacional: el papel de la moneda, el crédito y las finanzas

En el estudio de las relaciones internacionales, las cuestiones monetarias y financieras han recibido escasa atención y la tradición realista dominante es la que ha tenido más dificultades para incorporarlas al análisis, debido al énfasis otorgado a la seguridad y las capacidades militares. Esas carencias también se observan en explicaciones del poder más comprensivas y actuales, como la planteada por Joseph Nye, que distingue entre “poder duro” y “poder blando” (Nye, 2003). Si bien ésta es capaz de aprehender las dimensiones socioculturales y simbólicas del poder, no logra explicar el papel de la moneda y las finanzas —el control de la cotización del dólar, ¿es poder duro o poder blando?— y su papel en el sistema internacional. En los años ochenta, la economía política internacional comenzó a proponer distintos marcos teóricos para analizar la relación entre la hegemonía y las relaciones monetarias y financieras. Este es el caso, por ejemplo, de la teoría crítica neomarxista, de la teoría neorrealista de la estabilidad hegemónica y del enfoque, más ecléctico y omnicomprendivo, de la teoría del poder estructural de la profesora británica Susan Strange. Esta última, desarrollada desde mediados de los ochenta hasta el fallecimiento de esta autora a finales de los noventa, examina cuatro dimensiones del poder estructural: la seguridad, la producción, el conocimiento y las finanzas y crédito. Esta última es la que aborda los efectos del poder estatal en los asuntos monetarios y financieros, y viceversa, y cuáles son las consecuencias de una u otra distribución del poder monetario y financiero en la política mundial<sup>2</sup>.

La estructura de las finanzas abarca las reglas que gobiernan la disponibilidad de capital y los factores que determinan los términos en los que las monedas se cambian unas con otras. El punto de partida del análisis es que la inversión no se realiza con dinero, sino con crédito. El control del crédito es tanto una fuente de poder como uno de los objetos de las relaciones de poder en el sistema internacional —se equivocan, por tanto, quienes lo consideran un asunto propio de la *low politics*—, y no es posible comprender las cuestiones monetarias y financieras internacionales obviando los factores políticos. En contra de lo que sostiene el enfoque marxista, Strange afirma que el crédito puede ser creado y no siempre requiere de acumulación anterior. La creación de crédito depende de la confianza y ésta, a su vez, es en esencia el resultado de tres factores: las decisiones políticas respecto a la oferta y disponibilidad de las monedas de reserva internacional; la existencia de un monopolio o de condiciones de

<sup>2</sup> La teoría del poder estructural se desarrolló en cuatro obras principales de esta autora. Véase Strange, 1986 y 2001; para la estructura de las finanzas, Strange, 1994 y 1999. Para un análisis sistemático de esta teoría, ver May, 1996 y Sanahuja, 2008.

competencia respecto a las monedas de reserva, y la estabilidad o las tendencias inflacionistas a las pueda dar lugar la política económica que respalda esas monedas (Strange, 1986: 25-26). Por lo tanto, las cuestiones centrales para el análisis son las estructuras a través de las cuales se crea crédito, las políticas monetarias —cuya inherente dimensión externa las conforma como “la política exterior del dinero”— y el sistema monetario internacional (Strange, 1994: 30). En esa estructura, el poder de crear crédito radica en los Gobiernos y en la banca a través de marcos regulatorios definidos por ambos mediante las políticas monetarias y, cada vez más, por el comportamiento de los mercados, ya que se ha producido un claro desplazamiento del poder a los actores privados.

### **De Bretton Woods al “equilibrio del terror financiero”**

La estructura de las finanzas se ha caracterizado por su carácter altamente asimétrico. Desde la Segunda Guerra Mundial, ha estado dominada por una “pequeña oligarquía” de Estados y, en particular, por Estados Unidos. Este país habría disfrutado de una posición de privilegio, consagrada por su situación de monopolio como emisor de la principal moneda de reserva y por las reglas de las instituciones de Bretton Woods y del sistema monetario internacional. Esas reglas han permitido que Estados Unidos pudiera conducir su política económica sin condicionamientos multilaterales y con menos compromisos políticos internos que cualquier otro país, y establecieran obligaciones asimétricas de ajuste, ya que Estados Unidos podría mantener grandes déficit y financiarlos a bajos tipos de interés a través de deuda denominada en su propia moneda. La posibilidad de extraer derechos de señoreaje de su monopolio en la emisión de la moneda de reserva internacional también puede ser vista como uno de los cimientos de la posición hegemónica de Estados Unidos, al permitirle imponer a otros países parte de los costes de mantenimiento de esa hegemonía. Esas reglas, sin embargo, planteaban un dilema básico: el resto del mundo era dependiente de las exportaciones a Estados Unidos para su crecimiento económico y de los déficit de su balanza comercial para el aumento de sus reservas, lo que conduciría a una situación de inestabilidad si su déficit comercial y los pasivos estadounidenses crecían en exceso y había dudas sobre su papel como banquero —en esencia, un problema de confianza—. Ahora bien, si se eliminaran los déficit de Estados Unidos, verdadera “locomotora keynesiana” del sistema, se impondría un sesgo recesivo a la economía mundial. Ese dilema se planteó en el diseño de Bretton Woods, pero fue más claro tras la ruptura del sistema monetario internacional en 1973 y la desaparición del patrón oro-dólar como anclaje del mismo.

*Se ha producido un claro desplazamiento del poder a los actores privados*

Esa situación de preeminencia no habría variado significativamente en las décadas posteriores. El desorden monetario y financiero de los años ochenta no se debería tanto al declive de Estados Unidos, como alegaban las “teorías del declive” de esa etapa, que afirmaban que ese país ya no era capaz de mantener el valor del dólar y la estabilidad monetaria, ni de asegurar la provisión de otros bienes públicos internacionales. En realidad sería el resultado de un comportamiento de *hegemon* “irresponsable y depredador”, que respondería a intereses egoístas de corto plazo: “El problema que Estados Unidos representa para nosotros no es, como muchos estadounidenses parecen pensar, el declive relativo de su poder, sino el declive de su capacidad para tener un liderazgo y un juicio adecuados” (Strange, 1994: 79, 115).

Esa actitud irresponsable y cortoplacista daría lugar a una relación transatlántica en la que Estados Unidos situó a los países europeos en una posición de subordinación estratégica en el marco de la OTAN. Al no otorgarles un papel político relevante, les alentó indirectamente a que asumieran un comportamiento de *free riders* o “gorriones” en relación a la provisión de seguridad. Estados Unidos se habría situado a sí mismo en la posición de tener que asumir esos costes prácticamente en solitario, sobre todo si se derivaban de guerras que, desde la perspectiva europea, excedían los compromisos adquiridos en la OTAN, sobre las que Estados Unidos habría tomado decisiones unilateralmente, como ocurrió con la escalada de Vietnam. El hecho es que el gasto militar contribuyó al déficit fiscal que, de forma ininterrumpida, caracterizó a la economía estadounidense desde la guerra de Corea hasta la “Segunda Guerra Fría” y la “era Reagan”. El abultado déficit fiscal de ese periodo contribuyó a generar fuertes déficit de la balanza por cuenta corriente, el aumento del endeudamiento y la debilidad creciente del dólar, hasta el punto de que el mismo país que había creado el sistema monetario internacional terminó destruyéndolo a principios de los años setenta, al dar prioridad a consideraciones políticas internas antes que a los compromisos internacionales derivados de Bretton Woods (Ontiveros, 1997; Eichengreen, 1998).

En términos de poder, puede afirmarse que buena parte del gasto militar se financió extrayendo los derechos de señoreaje que se derivaban de la emisión del dólar, mediante un “impuesto inflacionario” con el que Estados Unidos trasladó a otros países una parte apreciable de los costes de su posición hegemónica. Este hecho causaría distintas respuestas: en los años sesenta fue patente el malestar europeo hacia una política económica que suponía el debilitamiento del dólar y el incumplimiento de los compromisos adoptados en Bretton Woods. En los años setenta, la ruptura del sistema monetario internacional llevó a Europa a establecer su propio “mini-Bretton Woods” a través del Sistema Monetario Europeo, que lograría propor-

*La emisión de  
deuda de Estados  
Unidos para evitar  
la caída del dólar  
ha hecho que el  
país haya pasado  
de ser el mayor  
acreedor del mundo  
a ser el mayor  
deudor*

cionar cierta estabilidad cambiaria hasta inicios de los noventa. En los años ochenta, fue necesaria la intervención concertada de los bancos centrales del G-7 a través de los acuerdos Plaza (1985) y Louvre (1987) para afrontar la volatilidad del dólar provocada por la política monetaria restrictiva y los excesos fiscales de la era Reagan, ya que una apreciación excesiva de la moneda estadounidense podría inducir una recesión que se trasladaría a otros países y un debilitamiento excesivo del dólar dañaría las exportaciones y el crecimiento económico del resto del mundo, aún dependiente de la “locomotora económica” que ha sido Estados Unidos durante todo este periodo. Significativamente, el saneamiento de las finanzas públicas y en particular la reducción del gasto militar y el déficit fiscal en la segunda mitad de los noventa, con la administración Clinton, condujeron a un visible fortalecimiento de la divisa estadounidense.

Tras el 11-S, la Administración Bush adoptó una peculiar política económica que combinaba elementos de la agenda neoliberal —en concreto, la reducción de impuestos a los más ricos y recortes de gasto social— y un “neokeynesianismo militar” derivado del fuerte incremento del gasto militar ordinario, más el gasto extraordinario causado por las guerras de Irak y Afganistán. El resultado ha sido la reaparición del déficit fiscal y de un déficit de la balanza por cuenta corriente que en 2005 había llegado al 6% del PIB y que en 2007 permanecía en 5,5% del PIB. Ello hubiera llevado a una caída del dólar mayor que la que ya se ha registrado y al consiguiente “ajuste duro” para restablecer los equilibrios. Sin embargo, Estados Unidos ha podido financiar de nuevo ese déficit recurriendo a la emisión de deuda, que otros bancos centrales, particularmente los de Asia y en especial el de China, se han prestado a adquirir a pesar de su menor rentabilidad. Estados Unidos y los bancos centrales extranjeros se han situado en una relación de dependencia mutua. En esa relación, un Estados Unidos adicto al gasto y al endeudamiento, que vive por encima de sus posibilidades y además recurre a la guerra para seguir manteniendo su estatus de *hegemon* global, no puede vivir sin generar grandes déficit. En el otro lado, los bancos centrales de los países asiáticos, que para su crecimiento aún dependen más de los mercados externos que de sus propios mercados domésticos, no han dejado de financiarlos por temor al deterioro de la relación cambiaria con sus monedas, lo que llevaría a una pérdida de competitividad de sus economías y a menores tasas de crecimiento.

El problema es que con esa relación el país poseedor de la moneda de reserva internacional, antaño el mayor acreedor del mundo, se ha convertido en el mayor deudor y ello ha generado graves desequilibrios en la economía y las finanzas globales. En 1970 sólo el 5% de la deuda del tesoro de Estados Unidos estaba en manos de acreedores extranjeros. Entre 1975 y 1990, con algunas oscilaciones, ese porcentaje se situó en torno al 20%, pero en 2005 había alcanzado

el 55% y el monto total de los pasivos estadounidenses con el resto del mundo era superior al 30% de su PIB. Estados Unidos precisa de entradas de capital de más de 2.000 millones de dólares diarios para cubrir su déficit por cuenta corriente. En paralelo, las reservas de divisas acumuladas en todo el mundo aumentaron entre 2000 y 2007 de 1,5 a 5,7 billones de dólares. China, Japón e India representan dos terceras partes de esas reservas y tan sólo China ha acumulado 1,4 billones de dólares. En estos últimos años, han sido las compras de deuda del tesoro por parte de China y otros países de Asia las que han sostenido el dólar, evitando que el descenso que ha experimentado esta moneda desde 2001 fuera aún mayor. Esta relación ha sido calificada como “el nuevo Bretton Woods”, pero en realidad se trataría, como dijo el ex-Secretario del Tesoro de Estados Unidos, Lawrence Summers, de un verdadero “equilibrio del terror financiero” (Summers, 2004). Los países asiáticos no pueden dejar de financiar el déficit de Estados Unidos para evitar la caída del dólar, que significaría tanto menores exportaciones como pérdidas multimillonarias en sus reservas. Al tiempo, conforme crecen los pasivos estadounidenses en el exterior, la confianza en la moneda estadounidense se deteriora aún más y en algún momento los bancos centrales dejarán de adquirir activos “a pérdida” en una moneda que Estados Unidos no puede sostener. Como ha señalado *The Economist*, “el juego que comenzó en 1970 con la ruptura de Bretton Woods puede estar llegando a su fin”, al constatarse que “el emperador está desnudo”. La guerra de Irak, que sigue generando ingentes gastos (Nordhaus, 2003; Stiglitz y Bilmes, 2008), la debilidad del ahorro interno, las desastrosas políticas fiscales de la Administración de Bush y más recientemente, la crisis financiera en Estados Unidos no han hecho sino acelerar tendencias estructurales y acabar con la era del monopolio del dólar en las finanzas internacionales<sup>3</sup>. De igual manera, un modelo económico mundial basado en vender a plazos a Estados Unidos, cuando es evidente que ese país no podrá pagar si no es con dólares devaluados, necesita nuevos “motores” económicos, incluyendo un mayor consumo interno en los países emergentes (Minton, 2003; y Woodall 2004).

### **El ascenso del euro: ¿hacia un sistema monetario multipolar?**

Es cierto que en otros periodos de debilitamiento del dólar se ha hecho esa misma afirmación y la divisa estadounidense ha demostrado una gran resiliencia. Sin embargo, esta vez puede ser distinto. Como se indicaba al comienzo de este capítulo, el poder estructural

<sup>3</sup> “The passing of the buck?”, *The Economist*, 2 de diciembre de 2004; “You need us and we need you”, *The Economist*, 6 de abril de 2005; y “Losing faith in the greenback”, *The Economist*, 1 de diciembre de 2007.

*La aparición del euro como alternativa haría más difícil financiar el gasto militar en el que en gran medida Estados Unidos basa su posición hegemónica*

que se deriva de la creación de crédito depende de la confianza y ésta, a su vez, es en esencia el resultado de tres factores: las decisiones políticas respecto a la oferta y disponibilidad de las monedas de reserva internacional; la existencia de un monopolio o de condiciones de competencia respecto a las monedas de reserva y la estabilidad, o las tendencias inflacionistas, a las pueda dar lugar la política económica de los emisores de dichas reservas. Ninguno de esos tres factores sostiene hoy el papel del dólar como moneda de reserva. La diferencia más notable con el pasado, según Chinn y Frankel (2005), radica sobre todo en la aparición del euro como alternativa. Si se toma el marco alemán como *proxy* del euro hasta la aparición de esta última moneda, desde 1960 el dólar ha perdido más de dos tercios de su valor real respecto del euro y del yen. Entre los años setenta y 2007, las reservas de divisas mundiales en dólares han descendido alrededor del 80% al 60% del total. Las que se mantienen en euros han aumentado de 1999 a 2006 del 20% al 26% del total, incluso teniendo en cuenta que las reservas totales se han multiplicado por cuatro. El euro ha hecho avances mayores en determinados rubros, como la emisión de bonos. Según estos autores, si se mantienen las tendencias actuales en cuanto a la depreciación del dólar y se dan factores adicionales, como la incorporación a la zona euro del Reino Unido y de la *City* de Londres, el euro podría sobrepasar al dólar como moneda de reserva mundial en torno al año 2015 ó 2020.

A estas tendencias hay que añadir la posibilidad de que los países exportadores de hidrocarburos dejen de realizar sus operaciones de venta en dólares y opten por una “cesta” de monedas con mayor peso del euro y de otras divisas, como ya ha hecho Rusia y están considerando algunos países del Golfo Pérsico, pues ello supondría menor necesidad de contar con reservas en dólares por parte de los países importadores de petróleo y gas y, especialmente, para aquellos que han optado por sistemas de anclaje de su moneda con el dólar, se reduciría el riesgo de “importar” inflación a causa de la caída del dólar. Ahora bien, ello no significaría que el dólar dejara de tener un papel relevante como moneda de reserva. Se conformaría, más bien, una estructura de las finanzas basada en “zonas monetarias” en la que Estados Unidos no dispondría de la misma capacidad de extraer derechos de señoreaje o de financiarse al margen de la realidad su comercio exterior o de los límites políticos domésticos, en particular, la mayor o menor disposición de la ciudadanía estadounidense a pagar impuestos más elevados para financiar despliegues militares y guerras en el exterior. En términos del poder estructural, este es un cambio de gran trascendencia, pues haría más difícil financiar el gasto militar en el que en gran medida se basa su posición hegemónica.

En 1913, en el cenit de su imperio, el Reino Unido era el mayor acreedor del mundo. 40 años más tarde, después de dos costosas gue-

rras mundiales y de la mala gestión económica posterior, se convirtió en un deudor neto y el dólar usurpó el puesto de la libra esterlina. Desalojar una moneda de su posición dominante puede llevar años. La libra mantuvo un papel internacional central al menos medio siglo después de que el PIB de Estados Unidos alcanzara al del Reino Unido al finalizar el siglo XIX. Pero finalmente la libra perdió ese estatus. Si Estados Unidos continúa por la senda del despilfarro, es probable que el dólar sufra un destino similar.

### **Globalización de las finanzas y desplazamiento del poder a los mercados y los actores privados**

En este proceso de cambio estructural los Estados, en tanto autoridades monetarias, tienen un papel destacado. Sin embargo, el mayor peso de los operadores privados y de los mercados en la creación de crédito es un factor aún más relevante. Y ese factor no se explica sin hacer referencia a la política estadounidense. Al igual que en la estructura de la producción, Estados Unidos utilizó su poder estructural para financiar, de manera abusiva, tanto el *welfare* como el *welfare*, dando origen al “déficit gemelo” y a desequilibrios estructurales que alentaron la actividad especulativa, de la misma manera que logró abrir las economías de otros países a los capitales de Wall Street. Motivadas por consideraciones electorales de corto plazo y por intereses corporativos del capital estadounidense, estas políticas, sin embargo, tuvieron consecuencias negativas a largo plazo: demolieron los mecanismos creados en Bretton Woods para asegurar la estabilidad de la economía y las finanzas internacionales y facilitaron la irrupción y el fortalecimiento de actores privados que, a la larga, han significado un aumento del poder de los mercados respecto al Estado y la aparición de un “capitalismo de casino” dominado por la incertidumbre, la volatilidad, y el desgobierno (Strange, 2000).

En ese proceso es necesario prestar atención a la innovación tecnológica, la desregulación financiera y el aumento de los mercados como los principales factores de cambio. En cuanto a la desregulación, desde los años ochenta muchos países han liberalizado tanto los mercados de capitales domésticos como la cuenta de capital. En relación a la innovación tecnológica, es necesario diferenciar, por un lado, la introducción de las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones, especialmente los satélites, los ordenadores y las conexiones de alta velocidad, que han favorecido la integración de los mercados y permiten que estos funcionen de manera más rápida y eficiente, pero también han incrementado la volatilidad inherente a los mismos. Por otro lado, habría que mencionar la innovación en productos financieros y en estructuras de mercado. Las finanzas internacionales ya no están protagonizadas única ni princi-

*Los Gobiernos ven cómo se reduce su margen de autonomía en la conducción de la política económica*

palmente por bancos comerciales, que han de responder a ciertas reglas básicas para garantizar su solvencia. Existen en la actualidad un gran número de inversores institucionales que han hecho más complejo e incierto el escenario de las finanzas globales. La aparición y rápido desarrollo de los fondos de cobertura (*hedge funds*), y los mercados de futuros y derivados, en particular, ha permitido una mejor gestión del riesgo, pero esa mejor distribución aumenta el riesgo de propagación de una crisis y aumenta su impacto potencial en unos mercados más integrados y de mayor tamaño. En 2007 se estimaba que el volumen de los activos que se intercambian en los mercados financieros de todo el mundo se elevaban a 165 billones de dólares, lo que supone más del triple del PIB mundial anual. En ese contexto, los recursos que se pueden movilizar a partir del Fondo Monetario Internacional, incluso contando con los mecanismos ya dispuestos de cooperación del Fondo con los bancos centrales, son modestos para poder cumplir con la función de estabilización que se le ha atribuido a esta institución.

En una aparente paradoja, las innovaciones financieras introducidas desde los años ochenta para redistribuir el riesgo y en especial, los productos derivados han tenido el efecto contrario, al convertir ese riesgo en “sistémico” (*The Economist*, 2007a; Crook 1992; Crook, 2003). En parte, ello se debe a que los mercados financieros distan de ser transparentes y en ellos no se dispone de información completa. Se trata de problemas de falta de transparencia y de asimetría de información a los que no responden adecuadamente ni las disposiciones del Acuerdo de Basilea II, limitadas a la banca, ni la actuación de las agencias privadas de calificación de riesgo —actores de extraordinaria importancia dentro de esta estructura, pues de sus *ratings* depende el crédito que merece un prestatario, y a qué precio—, debido, entre otros factores, a sus inherentes conflictos de interés, pues las agencias son retribuidas por los emisores cuyos activos califican (*The Economist*, 2007b:31). Los mercados financieros son una realidad que se ve influenciada por el pensamiento y la representación de los propios participantes sobre esa realidad —a menudo, de forma deliberada—, por lo que los mercados ni son realidades ajenas a sus partícipes ni pueden ser analizados como “hechos” objetivos. En otras palabras, los mercados operan conforme al principio de reflexividad, que en las ciencias sociales, incluyendo la economía, se emplea para explicar que los hechos están influenciados por los espectadores y sus percepciones, expectativas e intereses en relación a esos mismos hechos (Strange 1999: 27). Unido a ello, los cambios tecnológicos, que han acelerado la velocidad, el volumen y el alcance de las transacciones y los vínculos, y las reformas institucionales —en particular, la liberalización de los movimientos de capital— han contribuido a incrementar la frecuencia y la intensidad de las crisis y los países industrializados no han sido ajenos a tales, como revelan los episodios de “tormentas monetarias”

que a principios de los años noventa destruyeron el Sistema Monetario Europeo o la posterior crisis hipotecaria de Estados Unidos, que se desencadenó en 2007. De 1970 a 2003, según un recuento del Fondo Monetario Internacional, se produjeron crisis bancarias en 64 países y crisis financieras en otros 79, incluyendo la crisis de la deuda de los ochenta, y las crisis de México, Brasil, Rusia, Argentina y los países asiáticos del periodo 1994-2002 (Dobson y Hufbauer, 2002; Feldstein, 2003; Eichengreen, 2003; Prasad *et al.*, 2003; Stiglitz, 2002, y Sanahuja, 2004). Estas crisis se insertan en una dinámica histórica de elevada volatilidad en la financiación del desarrollo, que explica el ciclo de sobreendeudamiento de los años setenta, la crisis de la deuda de los años ochenta —como se señaló de América Latina, una “década perdida” en términos de desarrollo y de convergencia con las economías más avanzadas— y la vulnerabilidad a las crisis financieras de los años noventa, relacionada con el elevado nivel de endeudamiento, mercados nacionales de capital estrechos, necesidades de financiación que a menudo se resuelven recurriendo a emitir títulos de corto plazo, acumulación de pasivos en moneda extranjera y liberalización apresurada de la cuenta de capital (Leander, 2001).

La integración financiera global comporta beneficios —mayor eficiencia y menor coste en el acceso al capital— pero también costes elevados. En particular, los Gobiernos ven cómo se reduce su margen de autonomía en la conducción de la política económica. En una versión adaptada de la denominada “trinidad imposible” o “trilema” de Mundell-Fleming aplicado a pequeñas economías abiertas, Larry Summers señala que las crisis financieras de los años noventa demuestran que existe un “trilema” insoslayable para la inserción de un economía nacional en las finanzas globales. Cualquier Gobierno buscará tres objetivos de política económica: primero, mantener la soberanía nacional en materia de política económica, por ejemplo, optando por un sistema de tipo de cambio fijo o aplicando políticas contracíclicas si la situación lo requiere; segundo, la estabilidad macroeconómica que se deriva de mercados financieros adecuadamente regulados, supervisados, y controlados; tercero, el acceso a capital de bajo coste en los mercados globales. Los tres son incompatibles y la política económica deberá optar por solo dos de ellos. Si se opta por mantener la soberanía nacional y el control de los mercados financieros, entonces habrá que renunciar al acceso a capital externo y la oferta de crédito estará condicionada por la tasa de ahorro interno. Si se opta por la regulación de los mercados y la apertura financiera, entonces no será factible tener una política económica nacional autónoma y ésta habrá de adaptarse a las exigencias del mercado internacional. En realidad, lo que ilustran las crisis de México de 1994-95, de Asia en 1997-98 o de Brasil en 1998, es que los Gobiernos se están adaptando, en ocasiones de forma traumática, al único tipo de política económica que parece factible en el con-

*Al estallar  
la crisis, todo  
estaba tan  
interconectado  
en el sistema  
financiero que  
ni los banqueros  
ni los reguladores  
podían estimar  
la magnitud  
y el alcance  
del daño*

texto de las finanzas globales. Por supuesto, ese “trilema” puede atenuarse con una mayor regulación internacional de los mercados financieros, pero ésta se ha mostrado difícil en un mundo de Estados soberanos, en el que los Gobiernos más influyentes e instituciones como el FMI siguen respaldando la apertura y la liberalización de la cuenta de capitales, y siguen existiendo un gran número de centros financieros *off-shore* (Minton 1999). En ausencia de tal regulación, y ante el hecho de que se ha estancado el debate sobre la “Nueva Arquitectura Financiera Internacional” (NAFI) que se inició con esas crisis, incluso un medio liberal como *The Economist* ha planteado que los controles a los movimientos de capital no deberían ser dismantelados, como garantía última ante una crisis financiera (Crook 2003). Algo similar puede decirse en relación a la gestión de la deuda externa. La crisis financiera y la suspensión de pagos de Argentina de 2001-2002 ha puesto de relieve la falta de un mecanismo internacional de arbitraje para hacer frente a estas situaciones partiendo del principio de corresponsabilidad de la deuda, así como de los derechos de los acreedores y las necesidades de desarrollo de los deudores.

### **Hipotecas “tóxicas” y crisis financiera**

El estallido de la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos y su transformación en una crisis financiera global en 2007 —que según se ha afirmado en *Business Week* es quizás la más grave desde la Gran Depresión (Mandel y Coy 2008: 28)— es la más reciente manifestación de los riesgos derivados de la integración económica global. Varios son los factores que concurren en esta crisis: el ciclo expansivo en Estados Unidos, la inadecuada regulación del sector financiero, dejado al albur de los mercados, y la creciente integración financiera global.

Como se indicó en el apartado anterior, en torno al año 2000 Estados Unidos inicia una etapa de políticas monetarias y fiscales expansivas, dominada, en primer lugar, por la reducción de los tipos de interés aplicada para reactivar la economía tras la crisis motivada por el “pinchazo” de la “burbuja” de las empresas tecnológicas; y, en segundo lugar, por el fuerte incremento del déficit fiscal causado por el aumento del gasto en seguridad y defensa de la “guerra global contra el terrorismo” y la invasión de Irak. La disposición de las economías asiáticas a financiar el endeudamiento público estadounidense, a fin de sostener una relación cambiaria favorable a sus exportaciones, contribuyó a mantener bajos los tipos de interés, incrementando la inversión y el consumo. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en el decenio anterior, esas políticas alimentaron un fuerte aumento del endeudamiento y la aparición de una espectacular “bur-

buja” inmobiliaria a la que no ha sido ajena la capacidad de innovación de los mercados financieros —en particular, el uso de productos derivados y la titulización— y la pésima regulación del sector financiero de Estados Unidos, en especial, las reglas inapropiadas sobre la adecuación del capital de las instituciones financieras y de crédito, que incentivaron la creación de estructuras financieras paralelas, no sujetas a regulación, como los vehículos de inversión estructurada (SIV, por sus siglas en inglés) y las sociedades instrumentales (*conduits*) que actuaron con un creciente grado de apalancamiento (Fondo Monetario Internacional, 2008: ix-x).

El proceso por el que se gestó la crisis es bien conocido: ante las posibilidades de negocio abiertas por el mercado inmobiliario, las agencias hipotecarias se endeudaron en exceso para otorgar un mayor volumen de créditos, a menudo sin las garantías necesarias. A través de los bancos comerciales y de inversión que financiaron esos préstamos, las hipotecas se “empaquetaron” con otros activos con menor riesgo y se convirtieron en productos financieros estructurados. En este proceso de titulización (*securitization*), las agencias de calificación de riesgo tuvieron un papel clave, ya que a menudo otorgaron categorías *investment grade* a títulos que estaban respaldados, en parte, por hipotecas de alto riesgo o *subprime*. El uso de esos instrumentos, diseñados para diversificar y redistribuir el riesgo de forma muy eficiente, lo transfirieron a los bancos de inversión y a otros inversores institucionales. Estos se acomodaron a una falsa sensación de seguridad basada en la diversificación del riesgo que, se suponía, provendría de los miles de hipotecas y otros créditos que subyacían a los títulos. Desde mediados de 2006, conforme los inversores fueron comprobando que la rentabilidad de esos activos era menor de la esperada y que muchos préstamos hipotecarios no se podían cobrar, se inició la estampida y el gigantesco negocio hipotecario de Wall Street comenzó a quebrarse. Pero los efectos de la crisis hipotecaria se propagarían al conjunto del sistema financiero, debido al amplio uso de mecanismos de diversificación del riesgo, en particular la titulización y el uso de productos derivados, y todo estaba tan interconectado que ni los banqueros ni los reguladores podían estimar la magnitud y el alcance del daño. Según Standard and Poor’s, las amortizaciones de créditos *subprime* podrían ascender a unos 285.000 millones de dólares y en abril de 2008 el Fondo Monetario Internacional calculaba que las pérdidas directas podrían elevarse a un billón de dólares. Aunque el epicentro de la crisis se ha situado en Estados Unidos, se ha extendido rápidamente, tanto a países en los que también existía una “burbuja” inmobiliaria, como a aquellos en los que bancos e inversores habían adquirido activos respaldados por hipotecas de alto riesgo (2008: x-xi).

La cronología de la crisis se inició en 2006. Ese año se otorgaron 640.000 millones en hipotecas de alto riesgo —el 20% de las hipote-

*A pesar de que hasta los más fervientes defensores del libre mercado ahora esperan el rescate gubernamental, no parece fácil volver a meter el genio neoliberal dentro de la lámpara de la regulación pública*

cas totales—, el doble que tres años antes. En diciembre se produjo la primera declaración de quiebra de una vendedora de hipotecas, Ownit Mortgage. En abril de 2007 siguió sus pasos New Century, una de las principales firmas de préstamos hipotecarios de alto riesgo, y en agosto, quebraron dos de los fondos de cobertura de la banca de inversión Bear Stearns. Ese mismo mes, el cese del crédito entre las instituciones financieras condujo a una inyección de liquidez por parte de los bancos centrales de los países más afectados y a una reducción del tipo de descuento de la Reserva Federal (Fed) hasta el 5,75%. Nuevos recortes llevarían ese tipo de interés al 3,5% en enero de 2008. En marzo de 2008 la caída de las bolsas, el agravamiento de la crisis y la quiebra de Bear Stearns, quinto banco de inversión en Estados Unidos, llevarían a la Fed y a su Presidente, Ben Bernanke, a anunciar nuevos recortes de tipos, hasta llegar al 2,5%, y adoptar medidas extraordinarias: nuevas inyecciones de liquidez, una línea de crédito de 200.000 millones de dólares a disposición de los bancos de inversión, aceptando como garantía títulos respaldados, entre otros activos, por hipotecas de alto riesgo; y finalmente, la intervención directa de la Fed en el mercado actuando como *broker* de la operación de salvamento de Bear Stearns, al facilitar a JP Morgan Chase, otro banco de inversión, un crédito de 30.000 millones de dólares para la adquisición de dicho banco.

La actuación de la Reserva Federal ha sido calificada como “revolucionaria” y supone una espectacular expansión del papel de un banco central. Ha inventado nuevas maneras de inyectar dinero y proporcionar liquidez al sistema financiero y su papel de prestamista de última instancia a los bancos comerciales se ha ampliado a los bancos y firmas de inversión. Se trata de medidas extraordinarias, que responden a circunstancias que la Fed también considera extremas: el nivel inusualmente alto de exposición de las instituciones financieras y el grado en el que puede haberse extendido la metástasis de la crisis de las hipotecas de alto riesgo, conduciendo a una cadena de quiebras de instituciones financieras y a una recesión generalizada (Mandel y Coy, 2008; *The Economist*, 2008a). No es el único caso, como muestra la nacionalización del banco Northern Rock por parte del gobierno británico y las inyecciones de liquidez realizadas por el Banco Central Europeo, el Banco de Japón y otros bancos centrales desde agosto de 2007. Y es sólo el principio, pues se han anunciado reformas importantes en las normas aplicables al sector financiero y un mayor control por parte del regulador público. Que se adopten reglas más estrictas parece inevitable después de que la Reserva Federal pilotara el salvamento de Bear Stearns y se haya comprometido a rescatar a otros bancos en Wall Street. Si se utiliza dinero público para salvar bancos e inversores privados —cuando, al mismo tiempo, los titulares de las hipotecas de alto riesgo, en muchos casos familias pobres y de clase media baja, están perdiendo sus viviendas debido a la ejecución de las hipotecas—, entonces

lo mínimo es imponer límites más estrictos a los riesgos que esos bancos puedan asumir. Así lo han anunciado tanto el Secretario del Tesoro de Estados Unidos, Hank Paulson, como los ministros de Economía de otros miembros del G-7. (*The Economist*, 2008b).

### **El desplome del dólar como alegoría de la redistribución del poder global**

En muchos aspectos, la respuesta de la Fed y del Gobierno Federal es un verdadero caso de prueba respecto a las capacidades gubernamentales para regular un sistema monetario y financiero globalizado que hace ya mucho tiempo que está fuera de control y evitar la aparición de una grave recesión económica haciendo uso de esas y otras herramientas de política de carácter contracíclico. Y a pesar de que hasta los más fervientes defensores del libre mercado ahora esperan con avidez el rescate gubernamental, no parece que vaya a ser fácil volver a meter el genio neoliberal dentro de la lámpara de la regulación pública. Las inyecciones masivas de liquidez no han eliminado la desconfianza que reina en el mercado interbancario, en el que nadie presta porque se desconoce cuál es el verdadero nivel de solvencia de cada cual. Si otro gran banco de inversión quiebra ante una retirada repentina y masiva de capitales, no hay otros bancos privados con recursos suficiente para adquirirlos, salvo si entran en la ecuación los fondos soberanos de países emergentes, que aprovecharían la coyuntura para comprar firmas a precio de saldo. Este hecho, empero, sería en todo caso una prueba adicional de la nueva ecuación del poder que supone la aparición de esos países.

No está claro si la actuación masiva de la Reserva Federal y del Gobierno estadounidense, que ya ha anunciado un gran “paquete fiscal” para afrontar la crisis, constituye un estímulo útil para reactivar la economía, o un capítulo más de la burbuja inflacionista que la propia Fed contribuyó a gestar. El desplome del dólar, que esas medidas han agudizado, ha supuesto un nuevo aumento del precio del petróleo, que ya ha superado los 120 dólares por barril, y de los metales preciosos, tradicional refugio de los inversores, con la onza de oro a más de 1.000 dólares. Otros bancos centrales, particularmente el Banco Central Europeo, han proporcionado liquidez, pero ninguno ha relajado la política monetaria como ha hecho la Fed debido al temor a la inflación, que está repuntando en la zona euro. Por ello, el Banco Central Europeo ha mantenido los tipos sin cambios desde agosto de 2007.

El estímulo masivo de la economía estadounidense ha contribuido a un debilitamiento aún mayor del valor del dólar, que en marzo de 2008 descendió por debajo de los 100 yenes y 1,60 dólares por

euro, su valor más bajo desde que se inició la flotación del dólar en 1973. Entre 1999 y 2006, como se indicó, el dólar ha perdido un 40% de su valor respecto del euro, pero sólo en el último año ha perdido en torno a un 15% de su valor respecto a ambas monedas. Con la confianza en la moneda estadounidense bajo mínimos, no hay que descartar que se produzca el peor escenario: un dólar en caída libre, debido a una huída masiva de la moneda estadounidense por parte de los inversores, dada la dependencia de Estados Unidos de la financiación externa, que contribuiría a que los bancos centrales aceleren el ritmo de la diversificación de sus reservas de divisas. En esas circunstancias, la Fed no puede proteger el valor del dólar. Para evitar la crisis, la principal arma de la Reserva Federal es imprimir dinero, pero cuanto mayor sea el volumen de dólares en circulación, más caerá el valor de la moneda, se elevará el precio del petróleo y habrá más tensiones inflacionistas. Si ese escenario sombrío se materializa y el dólar se desploma, la Reserva Federal puede verse obligada a subir los tipos de interés, agravando la crisis económica.

*En las finanzas globales, el poder se ha “evaporado”. Nadie tiene capacidad de ejercerlo: ni los Estados ni las firmas privadas*

Para intentar salir de este embrollo, Estados Unidos va a necesitar una gran dosis de cooperación internacional. Se ha especulado con la posibilidad de que, si prosigue la caída del dólar, con el consiguiente daño a las exportaciones de la zona euro, la UE, Japón y otros países asiáticos pueden verse compelidos a una intervención concertada de los bancos centrales, al estilo de la que se produjo en los años ochenta con los acuerdos Plaza y Louvre. Ahora bien, esa cooperación no parece fácil debido a que los principales bancos centrales siguen reglas muy distintas, que en parte responden a diferentes experiencias históricas: el recuerdo de la “Gran Depresión” y el desempleo masivo, en el caso de la Fed, explica en parte su actual activismo. El recuerdo de la hiperinflación de la Alemania de los años veinte se refleja en un Bundesbank cuyo código genético se trasladó en gran medida al Banco Central Europeo, con unas reglas que dan prioridad al control de la inflación, a expensas del crecimiento. Además, resulta ilusorio pensar que se pueda actuar eficazmente sin contar con los grandes ausentes del G-7: los países emergentes y, en particular China, que en la actualidad poseen las mayores reservas de divisas en dólares de todo el mundo y cuya actuación puede ser determinante para el valor del dólar y la estabilidad macroeconómica global. Ello hace aún más grotesca la pretensión de que el G-7 sea una instancia representativa que refleja la verdadera distribución del poder económico mundial. Además, como se ha expuesto en este capítulo, la capacidad de crear crédito y gestionar el riesgo radica cada vez más en los mercados y en los actores privados que, progresivamente deslocalizados, se han ido liberando de la autoridad que los Estados ejercían sobre ellos.

A lo largo de esta crisis, en tanto “caso de prueba”, también se revelará cómo ha crecido la propia demanda de las economías emergen-

tes hasta el punto de poder sostener su crecimiento aunque se contraigan las exportaciones a Estados Unidos. De igual manera, se pondrá a prueba la resiliencia de la zona euro, que de momento parece haber resistido bien debido a la menor importancia del mercado estadounidense, al fuerte crecimiento de sus exportaciones a los países emergentes y al hecho de que parte de ellas son bienes de alto valor agregado que son menos sensibles a cambios en los precios.

En suma, la crisis financiera, la caída del dólar y el ascenso del euro pueden ser interpretados como parte de un proceso de cambio estructural en el sistema internacional, que afecta tanto a la naturaleza y las fuentes del poder como a la redistribución del mismo entre los actores estatales y no estatales y las estructuras en las que operan, en particular en las finanzas globales. En ese proceso, en primer lugar, el poder se habría desplazado de unos Estados a otros, en particular a los países emergentes, y se observaría un declive en el poder de Estados Unidos; en segundo lugar —y éste es el proceso más relevante—, se desplazaría de los Estados a los mercados y los actores privados que operan en su seno. Ello no quiere decir que los Estados estén condenados a la absoluta irrelevancia, pero se habría producido un evidente declive de su capacidad de ejercer una jurisdicción efectiva. Y en tercer lugar, en determinados ámbitos —en particular, en las finanzas globales—, el poder se habría “evaporado”, pues nadie tiene capacidad de ejercerlo eficazmente: ni unos Estados cuyas opciones se ven limitadas por la integración financiera global, ni las firmas privadas, que según una visión muy extendida serían los ganadores de estos procesos, pero que, en realidad, en muchos casos también son los perdedores de la crisis actual.

En 2005, el entonces Embajador de Estados Unidos ante Naciones Unidas, John Bolton, reflejaba de manera muy concisa la visión del mundo de los neoconservadores, de corte hegemónico y centrada en la seguridad, al declarar, en relación a una posible reforma del Consejo de Seguridad, que en realidad este órgano “sólo necesita un miembro, Estados Unidos, (...) porque ese es el reflejo de la verdadera distribución del poder en el mundo”<sup>4</sup>. Hoy Bolton es uno más en la desbandada de los “neocon”, y la debacle militar de Irak, el estancamiento de la guerra de Afganistán, la vergüenza de Guantánamo, la caída del dólar y el desorden financiero global ponen de manifiesto cuán inviable y dañino ha resultado ese proyecto hegemónico, y cuán ilusoria era la pretensión de que la gobernanza del sistema internacional podía descansar sobre las capacidades y la voluntad de Estados Unidos. Por el contrario, lo que mostrarían esos hechos, y en particular el desplome del dólar y la crisis financiera, es que las fuentes del poder y los actores relevantes son más diversos, y, además

<sup>4</sup> “America’s new UN envoy. Lethal injection, or healthy tonic?”, *The Economist*, 4 de agosto de 2005.

de la seguridad, existe una agenda global con más temas relevantes; y que sólo mediante un multilateralismo representativo, legítimo y eficaz será posible asegurar la gobernanza del sistema internacional.

## Referencias bibliográficas

Boot, Max (2001) "The Case for American Empire. The most realistic response to terrorism is for America to embrace its imperial role". *The Weekly Standard*, 15 de octubre de 2001, vol. 7, nº 5.

Chinn, Menzie y Jeffrey Frankel (2005) *Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Currency?*. Harvard, Harvard University, John F. Kennedy School of Government, RWP05-064, diciembre.

Crook, Clive (1992) "Fear of Finance". *The Economist*, 19 de septiembre.

Crook, Clive (2003) "A Cruel Sea of Capital. A Survey of Global finance". *The Economist*, 3 de mayo.

Dobson, Wendy y Gary Clyde Hufbauer (2002) *World Capital Markets: Challenge to the G-10*. Washington, Institute for International Economics.

Donnelly, Thomas (2003) "Preserving America's Supremacy. Institutionalizing Unipolarity". Washington, American Enterprise Institute, *National Security Outlook online*, 1 de mayo.

Eichengreen, Barry (1998) *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*. Princeton, Princeton University Press.

Eichengreen, Barry (2003) *Capital Flows and Crisis*, Cambridge, MIT Press.

Feldstein, Martin (ed.) (2003) *Economic and Financial Crisis in Emerging Markets Economies*, Chicago, National Bureau of Economic Research (NBER) y Chicago University Press.

Fondo Monetario Internacional (2008) *Global Financial Stability Report. Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*. Washington, International Monetary Fund, abril.

Leander, Anna (2001) "Dependency today: finance, firms, mafias and the state: a review of Susan Strange's work from a developing country perspective". *Third World Quarterly*, Vol. 22, nº 11, pp. 115-128.

Mandel, Michael y Peter Coy (2008) "The Fed's Revolution". *Business Week*, 31 de marzo, pp. 28-32.

May, Chris (1996) "Strange Fruit: Susan Strange's Theory of Structural Power in the International Political Economy". *Global Society*, vol. 10, nº 2, pp. 167-189.

Minton, Zanni (2003) "Flying on one engine. A survey on the world economy", *The Economist*, 20 de septiembre.

Nordhaus, William (2003) "Las consecuencias económicas de la guerra contra Iraq", *Foreign Affairs en español*, abril-junio de 2003.

Nye, Joseph S. (2003) *La paradoja del poder norteamericano*. Taurus, Madrid.

Ontiveros, Emilio (1997) *Sin orden ni concierto. Medio siglo de relaciones monetarias internacionales*. Madrid, Analistas Financieros Internacionales.

Prasad, Eswar, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei y M. Ayhan Kose (2003) *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, Washington, FMI.

Sanahuja, José Antonio (2004) "Consensus, dissensus, confusion: the "Stiglitz debate" in perspective". *Development in practice* vol. 14, nº 3, abril, pp. 413-423.

Sanahuja, José Antonio (2008) "¿Un mundo unipolar, multipolar, o apolar? La naturaleza y la distribución del poder en la sociedad internacional contemporánea". VV AA, *Cursos de derecho internacional y relaciones internacionales de Vitoria-Gasteiz 2007*. Bilbao, Universidad del País Vasco, pp. 293-379.

Stiglitz, Joseph (2002) *El malestar en la globalización*. Barcelona, Taurus.

Stiglitz, Joseph y Linda Bilmes (2008) *The Three Billion War. The True Costs of the Iraq Conflict*. Londres, Allen Lane.

Store, Jonathan (2000) "Setting the Parameters: A Strange World System", en Thomas C. Lawton, James N. Rosenau y Amy C. Verdun, *Strange Power. Shaping the parameters of international relations and international political economy*. Aldershot, Ashgate, pp. 19-37.

Strange, Susan (1986) *Casino Capitalism*. Oxford, Blackwell Publishers.

Strange, Susan (1994) *States and Markets*. Londres, Pinter, 2ª edición [1988].

Strange, Susan (1999) *Dinero loco. El descontrol del sistema financiero global*. Barcelona, Paidós.

Strange, Susan (2001) *La retirada del Estado*, Barcelona, Icaria/Intermón Oxfam.

Summers, Lawrence S. (2004) "The United States and the Global Adjustment Process (Speech at the Third Annual Stavros S. Niarchos Lecture)". Washington, Peterson Institute for International Economics, , 23 de marzo.

The Economist (2004a) "The dollar's demise", *The Economist*, 23 de noviembre.

The Economist (2004b) "The passing of the buck?", *The Economist*, 2 de diciembre.

The Economist (2005) "You need us and we need you", *The Economist*, 6 de abril.

The Economist (2007a) "Losin faith in the greenback", *The Economist*, 1 de diciembre.

The Economist (2007b) "Only human. A special report on central banks and the world economy", *The Economist*, 20 de octubre.

The Economist (2008a) "Central Banks: A dangerous divergence. *The Economist*, 22 de marzo.

The Economist (2008b) "Fixing finance". *The Economist*, 5 de abril.

Verdun, Amy C. (2000), " Money Power: Shaping the Global Financial System", en Thomas C. Lawton, James N. Rosenau y Amy C. Verdun, *Strange Power. Shaping the parameters of international relations and international political economy*. Aldershot, Ashgate, pp. 77-90.

Woodall, Pam (2004) "The Dragon and the Eagle", *The Economist*, 2 de octubre.

