

¿Está amenazada la hegemonía del dólar?

Miguel Otero-Iglesias | Investigador principal del Real Instituto Elcano | @miotei 
Agustín González-Agote | Investigador independiente

Tema

Este análisis ofrece una reevaluación de la hegemonía del dólar y las relaciones de poder en el sistema monetario internacional.

Resumen

A pesar de nuevas predicciones asegurando que la hegemonía del dólar ha tocado techo, la divisa norteamericana continúa dominando el comercio mundial, las finanzas y las carteras de reservas de los bancos centrales alrededor del mundo. Pero, ¿pueden la inflación, las tensiones geopolíticas y las sanciones impuestas a Rusia por EEUU y sus aliados debilitar su dominio mundial? Centrándonos en el impacto de la [pandemia del COVID-19](#), la [guerra de Ucrania](#) y la fuerte [subida de tipos de interés por parte de la Reserva Federal](#), reevaluamos las relaciones de poder en el sistema monetario internacional y analizamos el estado de la hegemonía del dólar. Constatamos que, aunque el dólar estadounidense sigue reinando, hay ciertas tendencias que indican una lenta erosión de su dominio mundial y un cambio gradual hacia un orden monetario multipolar. Para evitar, o al menos ralentizar, el ritmo de una mayor fragmentación, Occidente debería reevaluar el uso de las sanciones financieras como herramienta de política exterior y ofrecer al “Sur Global” mayor voz en las relaciones monetarias internacionales.

Análisis

(1) Introducción

Más de una década después de la Crisis Financiera de 2008, es un buen momento para reevaluar las relaciones de poder en el sistema monetario internacional y analizar el estado de la hegemonía del dólar. En los años posteriores a la crisis, existía cierto consenso en que el dominio del dólar había alcanzado su punto álgido. Por primera vez, los líderes chinos abogaban abiertamente por alejarse de la divisa y comenzaban a promover la internacionalización del yuan o renminbi (RMB). A su vez, los países del [BRICS](#) (Brasil, Rusia, la India, China y Sudáfrica), que habían aguantado la crisis relativamente bien, también empezaron a celebrar cumbres periódicas para promover el uso de sus monedas nacionales. E incluso líderes europeos como Nicolás Sarkozy aprovecharon la presidencia francesa del G20 en 2011 para debatir maneras de reducir la dependencia mundial del dólar.

Desde entonces, varios acontecimientos geopolíticos han sacudido el mundo. En 2012 la crisis del euro casi acaba en [Grexit](#), aunque el euro finalmente sobrevivió, y la eurozona, gracias a una serie de ambiciosas reformas, se volvió estructuralmente más

resistente. En 2016 Trump llegó al poder y se retiró del acuerdo con Irán, empujando a Europa a encontrar formas alternativas de liquidar sus importaciones de energía (especialmente de gas) sin depender del dólar. Luego, en 2020 llegó la pandemia, acompañada de una nueva ola de expansión cuantitativa, en 2022 la guerra de Ucrania, con la consiguiente congelación de activos rusos en países occidentales, y en ese mismo año una fuerte subida de tipos de interés por parte de la Reserva Federal (Fed) para combatir sus efectos. La pregunta, sin embargo, es si estos sucesos han transformado el sistema monetario internacional de manera sustancial.

Por un lado, algunos sostienen que estos episodios no han hecho sino reforzar la centralidad del dólar. El dólar sigue siendo, con amplia diferencia, la divisa más usada del mundo, y tanto particulares como empresas y autoridades monetarias continúan dependiendo de él como medio de cambio, unidad de cuenta y depósito de valor. Además, a efectos prácticos, la Fed sigue siendo el banco central del mundo, como demuestra la enorme liquidez que proporcionó a través de sus líneas de swap tanto a países desarrollados como en desarrollo durante los confinamientos del COVID-19, así como el enorme impacto desencadenado por su subida de tipos en Europa y el resto del mundo.

Sin embargo, también es cierto que los años de Trump, que marcaron el inicio de una guerra comercial y tecnológica entre EEUU y China, y las recientes sanciones aplicadas a Rusia, han acelerado el deseo de al menos estas dos potencias, pero quizá también de la India, Brasil y los Estados del Golfo, de desdolarizarse aún más y más rápido. La elevada inflación y el auge de sistemas de pago alternativos, como el sistema chino de Pagos Interbancarios Transfronterizos (CIPS, por sus siglas en inglés), también pueden erosionar el dominio del dólar. El recientemente reelegido presidente de Brasil, Lula da Silva, resumió bien el creciente sentimiento (y frustración) en el Sur Global al declarar: “Todas las noches me pregunto por qué todos los países tienen que basar su comercio en el dólar... ¿por qué no podemos hacer comercio con nuestras propias monedas?”.¹

Por lo tanto, aunque el dólar estadounidense sigue reinando, ¿es posible que estemos viendo un cambio lento pero estructural hacia un sistema monetario multipolar? Después de analizar el tema, encontramos que, a pesar de una prolongada caída de las reservas de dólares, la posición de la divisa norteamericana en las demás funciones del dinero sigue siendo alta. Sin embargo, la creciente dependencia de las sanciones financieras como herramienta de política exterior puede desalentar su uso internacional por parte de países que temen caer en desgracia ante EEUU, especialmente en el Sur Global. Además, el lento pero constante auge de infraestructuras financieras alternativas podría acabar empujando a los países a buscar diferentes divisas vehiculares, incluyendo las suyas propias. Los esfuerzos de China, en particular, por ofrecer alternativas a la hegemonía del dólar merecen especial atención.

¹ Citado en el FT (2023).

(2) El uso del dólar, el euro y el RMB

Una divisa internacional es todo dinero que se utiliza fuera de su Estado emisor para cumplir tres funciones básicas:

- Como medio de cambio, es utilizado por agentes privados como moneda vehicular para el comercio transfronterizo y por agentes públicos como los bancos centrales en las intervenciones en divisas.
- Como unidad de cuenta, es utilizada por el sector privado para facturar el comercio de mercancías y por las autoridades nacionales para anclar a ella su moneda nacional.
- Como depósito de valor, la utilizan los inversores privados en su asignación de carteras y los gobiernos nacionales como activos de reserva oficiales.

Figura 1. Las funciones de las monedas internacionales

Funciones	Sector privado	Sector público
Medio de cambio	Vehículo	Intervenciones
Unidad de cuenta	Denominación	Anclaje
Depósito de valor	Asignación de cartera	Reservas oficiales

Nota. Según Paul. R. Krugman (1984), 'The international role of the dollar: theory and prospect', en Richard C. Marston y John F. Bilson (eds.), *Exchange Rate Theory and Practice*, University of Chicago Press.

Fuente: elaboración propia.

(2.1) El dólar estadounidense

El dólar estadounidense sigue siendo la moneda internacional más utilizada en estas tres funciones, y eso no ha cambiado mucho en casi un siglo. De hecho, el dólar ha desempeñado durante mucho tiempo un papel extraordinario en los mercados mundiales, superando con creces la cuota de EEUU en el comercio mundial, la emisión internacional de bonos y los préstamos transfronterizos. Sin embargo, si miramos de cerca, existen indicios de una erosión gradual de su hegemonía.

Efectivamente, en muchos aspectos, el dólar continúa reinando. Por ejemplo, como moneda vehicular, el dólar domina completamente los mercados de divisas, representando el 88% de todas las operaciones en 2022.² Del mismo modo, ha sido la principal moneda de facturación del mundo durante las dos últimas décadas, denominando el 96% del comercio en América, el 74% en Asia-Pacífico y el 79% en el resto del mundo; la única excepción es Europa, donde domina el euro.³

Sin embargo, mientras que el papel del dólar en las dos primeras dimensiones se ha mantenido prácticamente estable a lo largo de los años, su cuota en las reservas oficiales ha experimentado un descenso prolongado desde principios de siglo, pasando

² Del 200%, porque siempre hay dos monedas implicadas.

³ Sin embargo, estas cifras deben tomarse con precaución, ya que no se dispone de datos de alta frecuencia para estos indicadores y la opacidad de los países podría estar ocultando tendencias diferentes.

del 71% en 1999 al 58% en 2022. Algunos consideran que el aumento actual de los precios del oro y la caída de las reservas de dólares son pruebas claras de un futuro cambio hacia un orden monetario multipolar. Tanto es así que, aunque aún sea pronto para saberlo, la realidad es que estamos siendo testigos de un esfuerzo sostenido por parte de ciertos países –sobre todo del Sur Global– para reducir su dependencia del dólar.

(2.2) El euro

Por otro lado, el euro se mantiene como la segunda moneda más importante del sistema monetario internacional, sin amenazar del todo el dominio del dólar, pero también muy superior a la libra esterlina, el yen japonés y el RMB chino en las tres funciones del dinero.

Sin embargo, aunque su posición internacional se ha mantenido estable en los últimos años –a pesar de las crecientes presiones inflacionistas provocadas por el COVID-19 y la guerra en Ucrania–, su cuota en diversos indicadores de uso internacional continúa estando cerca de mínimos históricos. Por ejemplo, la cuota del euro en los activos de reserva oficiales se situaba en el 20,5% a finales de 2022, muy por debajo del casi 30% que representaba antes de la crisis financiera de 2008. En los mercados de divisas el euro sigue siendo la segunda moneda más comerciada, pero su volumen del 30,5% palidece en comparación con el casi 90% del dólar. La única dimensión en la que el euro compite frente a frente con el dólar es en la cuota de pagos globales, donde representa el 36,3% de las instrucciones de pago SWIFT frente al 41,9% del dólar.

Para la Comisión Europea, reforzar el papel internacional del euro es uno de los pilares estratégicos de la UE para lograr una mayor autonomía estratégica económica y financiera de cara al futuro. Por primera vez, la UE está emitiendo grandes cantidades de deuda para financiar su programa de recuperación de la pandemia *Next Generation EU*, lo que debería contribuir a profundizar los mercados de deuda denominada en euros. Pero para atenuar su papel de socio menor del dólar estadounidense, la UE tendría que desarrollar una Unión Económica y Monetaria más profunda y completa.

(2.3) El RMB chino

Por último, el RMB chino sigue siendo un actor relativamente pequeño en el sistema monetario internacional en comparación con el poderío económico de China, y ello a pesar de ciertas predicciones (prematuras) de que podría destronar al dólar estadounidense como principal moneda internacional. La apertura incompleta de la cuenta de capital junto con la falta de libre convertibilidad sigue lastrando el atractivo mundial del yuan. Las tensiones geopolíticas, en particular las disputas comerciales y tecnológicas de China con EEUU, también podrían haber obstaculizado un mayor progreso.

No obstante, hay que decir que en los últimos 15 años, gracias a su gran economía y a sus mercados financieros *off-shore*, el RMB pasó rápidamente de no utilizarse en absoluto en el extranjero a figurar entre las 10 principales divisas internacionales. Su uso internacional alcanzó su punto álgido en 2015, cuando el Fondo Monetario Internacional (FMI) decidió incluirlo en su cesta de monedas con derechos especiales

de giro (DEG). Sin embargo, desde entonces, la internacionalización del RMB se ha estancado en cierta medida a pesar de los esfuerzos activos de Pekín.

Por ejemplo, su cuota en las reservas oficiales de divisas ha aumentado en los últimos años, pero sigue siendo modesta en comparación con otras monedas importantes, en torno al 2,7% en 2022. En cuanto a los pagos transfronterizos, los datos de SWIFT indican un repunte de la actividad por encima del 2% en 2022, pero esto sólo es suficiente para desafiar al yen japonés como la cuarta divisa principal. Y con el 7% de la facturación mundial de divisas, es difícil decir que el RMB sea realmente una moneda vehicular a escala global.

Sin embargo, no debemos ignorar el ascenso del RMB. Aunque aún está lejos de constituir una amenaza inminente para el dólar, algunos de sus logros habrían sido impensables hace tan sólo una década. Por ejemplo, en 2023 el yuan superó al dólar como la divisa más utilizada en las transacciones transfronterizas de China. Este año, China también ha completado su primera transacción de gas natural licuado (GNL) con Francia usando el RMB. Y aunque su cuota en el crédito comercial es de un exiguo 4,5%, la cifra se ha más que duplicado desde el inicio de la guerra en Ucrania.

Figura 2. Comparación de las distintas monedas internacionales, 2022 (%)

MONEDA	COMERCIO DE DIVISAS	RESERVAS OFICIALES	PAGOS GLOBALES
DÓLAR	88.5	58.4	41.9
EURO	30.5	20.5	36.3
YEN	16.7	5.5	2.9
LIBRA ESTERLINA	12.9	4.9	6.1
RENMINBI	7.0	2.7	2.2

Notas: (a) como hay dos monedas involucradas en cada transacción, la suma de las cuotas en monedas individuales es igual al 200%; y (b) incluyendo pagos dentro de la eurozona.

Fuente: elaboración propia a partir de datos del BPI (2022), FMI (sf) y SWIFT (sf).

(3) Estado actual de la infraestructura de pagos internacionales

En respuesta a la agresión militar por parte de Rusia, EEUU y sus aliados impusieron duras sanciones financieras para prohibir a los bancos rusos el acceso a la red SWIFT, impedir que las instituciones nacionales hicieran negocios con organizaciones incluidas en sus listas negras y congelar los activos del Banco Central mantenidos en Occidente. Aunque la verdadera eficacia de estas sanciones sigue siendo objeto de amplio debate, las medidas han renovado las conversaciones en Rusia, así como en otros países del Sur Global, sobre las posibles alternativas al actual sistema monetario internacional.

Como señala Barry Eichengreen (2022):

“En concreto, los países se fijan en China, que tiene grandes bancos con actividad internacional, ha creado su propia cámara de compensación para las transacciones transfronterizas y está embarcada en una campaña para fomentar un mayor uso internacional de su moneda, el renminbi.”

Pero, ¿hasta dónde ha llegado China en la creación de alternativas al SWIFT, las cámaras de compensación occidentales y el dólar? ¿Y podría atraer a otros países hacia este universo financiero paralelo?

(3.1) El sistema internacional de pagos liderado por EEUU: SWIFT Y CHIPS

El primer paso consiste en analizar el estado actual de la infraestructura de pagos internacionales liderada por Occidente, representada por SWIFT y CHIPS.

SWIFT es una sociedad cooperativa privada que se asocia principalmente con su sistema de mensajería para pagos financieros. Utilizando códigos y formatos estándar, SWIFT ha reducido drásticamente los costes de traducción e identificación, convirtiéndose así en la principal red de mensajería a través de la cual se realizan los pagos internacionales. Bancos de todo el mundo envían y reciben estos mensajes para debitar o acreditar a sus clientes, no sólo en dólares, sino también en otras divisas.

Un aspecto crucial es que SWIFT es también un vehículo a través del cual el gobierno estadounidense supervisa el cumplimiento de las sanciones financieras. Los mensajes de SWIFT generan enormes cantidades de datos financieros, que el Departamento del Tesoro puede utilizar para rastrear flujos financieros y combatir la financiación ilícita. Curiosamente, EEUU es capaz de hacer esto a pesar de que SWIFT es una cooperativa privada con sede en Bruselas. Los bancos estadounidenses son sólo accionistas minoritarios, pero otros bancos, temiendo sanciones secundarias, a menudo se han puesto del lado de sus homólogos estadounidenses. Es verdad que, en algunas ocasiones, Washington ha amenazado incluso con sancionar a SWIFT directamente.

Los bancos a los que se prohíbe el acceso a SWIFT deben encontrar otras formas de comunicarse con sus contrapartes extranjeras, pero Rusia y otros países en situación similar tienen alternativas a su disposición. Por ejemplo, existen otros canales de Internet, el teléfono, incluso el fax y, de cara al futuro, *blockchain*. Sin embargo, estas alternativas también tienen sus costes asociados: son más lentas, menos seguras e ineficaces, sobre todo cuando se trata de transacciones “a medida” que requieren tiempo y esfuerzo para verificar la información.

La segunda infraestructura importante que apoya el dominio del dólar, y que es menos conocida, es el Sistema de Pagos Interbancarios de la Cámara de Compensación de EEUU, o CHIPS por sus siglas en inglés, que funciona como un mecanismo de compensación real para transferir pagos de gran valor. Al igual que SWIFT, también es de propiedad privada y un elemento vital del sistema de pagos internacionales liderado por EEUU, que liquida 1.800 millones de dólares en pagos nacionales e internacionales al día. Está formado por más de 40 participantes directos (tanto bancos norteamericanos como sucursales estadounidenses de bancos extranjeros), que compensan pagos entre sí y en nombre de otras instituciones financieras. De este modo, CHIPS, junto con *Fedwire*, el sistema de liquidación bruta en tiempo real de la Fed, constituye la principal red para las transacciones nacionales e internacionales de gran valor denominadas en dólares.

Lo más importante a tener en cuenta es que como CHIPS mueve dinero entre cuentas, no sólo mensajes, encontrar la manera de eludir las cámaras de compensación occidentales puede no ser tan fácil como con SWIFT. Incluso si lo fuera, los países sancionados tendrían que encontrar otra moneda vehicular distinta del dólar para liquidar sus transacciones internacionales. Por tanto, depender de CHIPS para liquidar los pagos transfronterizos podría entrañar riesgos para los países con una relación difícil con EEUU, sobre todo teniendo en cuenta la cantidad de comercio internacional que aún se denomina en dólares.

(3.2) La infraestructura financiera alternativa de China

Aumentar el uso internacional de una moneda plantea varios retos, como demuestra el caso de China. El primero es que otros países deben estar dispuestos a aceptar el pago en esa moneda. En otras palabras, los otros países deben confiar en que la moneda mantendrá su valor futuro, así como también deben tener un uso en el presente, por ejemplo, para importar mercancías o invertir en activos financieros. En este sentido, el hecho de que los pagos denominados en RMB se hayan mantenido en torno al 2% del total de las liquidaciones interbancarias transfronterizas durante gran parte de la última década sugiere que los posibles receptores continúan viéndole poca utilidad.

La segunda es que sea posible comerciar con la divisa a un coste razonable. El Banco Popular de China (BPC) ha intentado conseguirlo firmando una serie de acuerdos bilaterales de líneas *swap* con bancos centrales extranjeros para proporcionar liquidez a las operaciones directas y eliminar así la necesidad de operar a través de dólares estadounidenses. Sin embargo, estas líneas rara vez se han activado para fines comerciales. En cambio, se han utilizado sobre todo para conceder préstamos de emergencia y refinanciar la deuda de ciertos socios en situación de necesidad. El problema no es tanto que otros países no tengan acceso a RMB baratos, sino que prefieren utilizar otras divisas.

El tercero es que debe existir un mecanismo fiable para transferir pagos entre entidades nacionales y extranjeras, que es donde entra en juego una cámara de compensación china. En 2015 el BPC puso en marcha el CIPS, un sistema de pagos interbancarios basado en el RMB para servir de alternativa tanto a SWIFT como a las cámaras de compensación occidentales. Se divide en participantes directos (actualmente 77 – principalmente sucursales de bancos chinos en el extranjero–), que mantienen una cuenta en el sistema, y participantes indirectos (1.283, tres quintas partes de ellos fuera de China), que tratan con él a través de los primeros.

Sin embargo, de momento, sería difícil sostener que CIPS constituye un serio desafío para las cámaras de compensación occidentales, ya que CHIPS tiene 10 veces más participantes y procesa 40 veces más transacciones. Una cosa es construir las autopistas (infraestructuras) por las que pueda fluir el tráfico (crédito), pero eso no es garantía de que otros países quieran utilizarlas. En sus esfuerzos por aumentar el uso internacional de su moneda, China ha construido muchas de estas autopistas para animar a otros países a alejarse del dólar, pero problemas estructurales, como su cuenta de capital relativamente cerrada, que mantiene altos los costes de transacción, podrían estar impidiendo una adopción generalizada.

Sin embargo, las transacciones en la red CIPS están creciendo y, aunque los bancos chinos siguen constituyendo el grueso de los participantes (sobre todo directos), otros países podrían unirse en el futuro. Es probable que los aliados de EEUU se mantengan alejados del CIPS por temor a desencadenar represalias de Washington, pero los países que ya son objeto de sanciones estadounidenses, que corren el riesgo de enfrentarse a futuras sanciones o que simplemente buscan una forma más directa de comerciar con China, podrían no hacerlo. Rusia ha empezado a aceptar RMB para sus [exportaciones de energía](#) a China, presumiblemente a través del CIPS, y podría utilizar esos ingresos para comprar mercancías a proveedores chinos o estabilizar el tipo de cambio del rublo. En este sentido, es posible que el CIPS ya esté socavando la hegemonía del dólar al diluir el impacto de las sanciones occidentales y reducir su eficacia general.

Otra autopista monetaria que debemos considerar es el potencial impacto de una futura moneda digital del banco central chino (CBDC, por sus siglas en inglés). El BPC ha ido probablemente más lejos que cualquier otro gran banco central en sus esfuerzos por lanzar una CBDC plenamente operativa y ha logrado grandes avances tanto en las aplicaciones minoristas como mayoristas.⁴ El eCNY (RMB digital) es todavía un prototipo en funcionamiento que, como otras CBDC, ha tenido dificultades para fomentar su adopción generalizada. Pero una vez desarrollado, podría eliminar la necesidad de enviar instrucciones de pago entre bancos o de liquidar las transacciones a través de una cámara de compensación. Un proyecto en particular, la iniciativa multi-CBDC mBridge, desarrollada en conjunto con Tailandia y los Emiratos Árabes, ha mostrado resultados prometedores para los pagos digitales transfronterizos, lo que podría ayudar a China a promover el uso internacional de su moneda.

En términos más generales, los países también podrían utilizar otros canales de *blockchain* para socavar el dominio del dólar y eludir las sanciones de occidente. De hecho, las criptomonedas ya han sido utilizadas por países como Irán y Corea del Norte para pagar importaciones y compensar la pérdida de ingresos, por lo que también podrían ser aprovechadas por Rusia, aunque de manera más limitada. Sin embargo, estos canales no se han probado aún a gran escala, por lo que es posible que sus efectos estén exagerados.

(4) Las relaciones de poder en asuntos monetarios

Tras trazar un mapa del uso internacional de las divisas y de la infraestructura mundial de pagos, debemos reflexionar sobre las implicaciones económicas y políticas de todo ello para EEUU, sus aliados, sus rivales geopolíticos, y la economía y la política mundial. En concreto, queremos saber si la pandemia del COVID-19, la guerra en Ucrania y la fuerte subida de tipos de la Fed han acelerado la culminación de acuerdos financieros alternativos y la transición a un orden monetario multipolar. O, por el contrario, si estos episodios son un simple reflejo del extraordinario dominio del dólar en los asuntos monetarios y financieros internacionales.

⁴ De hecho, el número de países que estudian la posibilidad de lanzar sus propios CBDC ha aumentado exponencialmente en los últimos años. Muchos están ensayando usos comerciales bilaterales transfronterizos, lo que podría constituir un desafío abierto al dólar en un futuro no muy lejano.

Los que defienden esto último sostienen que el dólar sigue reinando, no sólo por el poder geopolítico estadounidense, sino también porque se trata de una red comercial y financiera omnipresente y bastante flexible a la hora de adaptarse a las nuevas circunstancias.⁵ No cabe duda de que existe una asimetría entre las relaciones financieras, fuertemente dominadas por Occidente y en particular por EEUU, y las relaciones comerciales, de inversión y económicas, que son cada vez más multipolares. Pero los tres grandes acontecimientos de los últimos cinco años han demostrado el extraordinario poder del dólar y la centralidad de la Fed en las relaciones financieras y monetarias.

Sin embargo, este dominio del dólar no es absoluto ni irrevocable. Existen ciertas corrientes de fondo que sugieren que, si bien la UE, y por extensión el euro, se han subordinado aún más al dólar con la guerra de Ucrania, otras potencias pueden estar tratando de alejarse a pesar de los obstáculos estructurales que esto conlleva.

(4.1) El límite de las sanciones

La primera forma de examinar esta cuestión es a través de un análisis estático y macro del sistema monetario internacional, centrándose en los efectos actuales de las sanciones financieras a Rusia para las relaciones monetarias.

A lo largo de los años, varios expertos han argumentado que condicionar el uso del dólar a la adhesión a la política exterior estadounidense entrañaría el riesgo de contrariar a gobiernos extranjeros y fomentar la migración a otros sistemas financieros. Pero, a pesar de estas advertencias, las sanciones financieras se convirtieron en una de las principales medidas de política exterior de la caja de herramientas occidental, ya que EEUU y sus aliados han estado dispuestos a aceptar las consecuencias *directas* de sus acciones. Por ejemplo, cuando EEUU impuso sanciones contra Rusia, Venezuela y Turquía en la década de 2010, estas medidas aumentaron la percepción de riesgo político entre sus líderes y desencadenaron una serie de esfuerzos para reducir la dependencia del dólar.⁶ Sin embargo, estos se consideraron casos aislados que, en todo caso, disuadirían a otros países de “saltarse las reglas”.

Pero ahora que el 30% de todos los países se enfrentan a sanciones de Occidente (frente al 10% en la década de 1990), los efectos *indirectos* de estas medidas se han hecho visibles. De hecho, la respuesta del Sur Global a la invasión rusa de Ucrania parece respaldar esta teoría de la “extralimitación de las sanciones”. Primero fue Putin, que pidió a sus socios de Asia, África y América Latina que adoptaran el RMB para los pagos transfronterizos. Que un líder ruso pida el uso de la moneda china en el comercio internacional es un claro síntoma de cómo están cambiando las relaciones de poder (monetario). Luego vino Lula, preguntándose “por qué todos los países necesitan comerciar en dólares” y “quién decidió que fuera el dólar (el ancla del sistema monetario) tras la desaparición del patrón oro”. Los BRICS aspiran desde hace tiempo a desdolarizarse, pero esta tendencia se está extendiendo. Últimamente, los ministros de

⁵ Véanse, por ejemplo, los recientes artículos de Adam Tooze (2021 y 2022).

⁶ Véase el artículo de Daniel McDowell (2021) sobre sanciones financieras y riesgo político en el sistema monetario internacional, así como su libro más reciente, *Bucking the Buck* (2023).

finanzas y los banqueros centrales de la ASEAN también se plantean abandonar las divisas extranjeras a cambio de las locales.

Pero estas campañas de desdolarización aún no han mermado sustancialmente el dominio mundial del dólar. Los intentos de diversificar los activos de reserva parecen haber tenido un éxito moderado, y los esfuerzos sostenidos por reducir la dependencia del dólar como medio de cambio internacional han conseguido mucho menos. Por mucho que ciertos gobiernos se opongan a la política exterior estadounidense, resulta difícil abandonar por completo el dólar porque los beneficios de su uso siguen siendo elevados. La ubicuidad del dólar lo convierte en una moneda vehicular barata y cómoda, y el hecho de que su red centralizada esté tan establecida hace que sea difícil de desafiar. De ahí que sigan siendo inciertas todas las implicaciones de las sanciones occidentales contra Rusia.

Sin duda, las consideraciones económicas continúan siendo importantes. Rusia y otros países pueden querer alejarse del dólar, pero las alternativas siguen careciendo de atributos financieros que atraigan a los inversores mundiales. Además, la agresión militar de Rusia también sirve para recordar la importancia de la geopolítica para el estatus de la moneda internacional. De hecho, el riesgo de una escalada del conflicto sobre Taiwán, por ejemplo, podría obstaculizar los futuros esfuerzos de China por aumentar el uso de su moneda internacional, ya que ello también podría desencadenar un duro régimen de sanciones por parte de Occidente.

En última instancia, las ideas, los intereses y las instituciones también desempeñan un papel importante. En los dos últimos siglos, las principales monedas internacionales han sido emitidas por países con instituciones democráticas sólidas, alianzas internacionales duraderas y sistemas jurídicos sólidos que protegen los derechos de propiedad. Los países podrían optar por mantener el dólar no sólo por sus beneficios económicos, sino porque apoyan el orden internacional liberal y basado en normas que representa, lo que sugiere que países como China podrían tener que someterse a cierto grado de reforma política antes de que su moneda pueda convertirse en un contendiente de primera fila (al menos para los inversores financieros internacionales que operan principalmente bajo normas liberales).

(4.2) Acuerdos financieros y monetarios alternativos

La segunda forma de ver la amenaza al dominio del dólar es a través de un análisis dinámico y estructural del sistema monetario internacional, centrado en el desarrollo de acuerdos financieros alternativos como el CIPS.

Como ya se ha mencionado, las sanciones impuestas a Rusia han hecho que el país busque formas alternativas de facturar su comercio y realizar transacciones transfronterizas. Al ver lo costoso que está resultando esto para Moscú, otros países, preocupados por futuros conflictos con Occidente, también han empezado a buscar opciones que les liberen de SWIFT, CHIPS y el dólar. En los últimos años, un número creciente de países del Sur Global han expresado su deseo de participar en otros acuerdos financieros para diversificarse y alejarse del dólar, y así incrementar el comercio y la inversión con sus socios sin depender de él como moneda vehicular.

Para este primer grupo de países, China es una alternativa obvia debido a su oposición general a la política exterior estadounidense. Los funcionarios rusos, por ejemplo, estiman que China probablemente se mantendrá neutral en la guerra de Ucrania, por lo que hacer negocios internacionales a través de instituciones financieras chinas les ayuda a eludir las sanciones estadounidenses y debilitar la coalición de Occidente. China ya constituye un importante mercado para las exportaciones rusas de energía, y el RMB puede utilizarse para comprar mercancías y material, pagar proyectos de infraestructuras y comprar bonos del Estado. De hecho, esto ya está ocurriendo con la ayuda de bancos chinos regionales más pequeños sin mucha exposición al sistema financiero mundial, por lo que otros países podrían ver en ello un seguro contra futuros conflictos con Occidente.⁷

Pero para otros países fuera del alcance de las sanciones occidentales actuales o futuras, China también puede considerarse un posible contendiente para desarrollar una alternativa viable al sistema monetario internacional liderado por EEUU debido a su peso económico y financiero. Por un lado, es el mayor exportador y el segundo mayor importador mundial en términos de volumen. Además, en los últimos años, China también se ha convertido en el principal socio comercial de más de 120 países, especialmente en el Sur Global. Y, según la UNCTAD, China es el primer país en salidas de inversión extranjera directa y el segundo en entradas. Si se animara cada vez más a los importadores extranjeros a liquidar sus pagos en RMB y a pedir préstamos denominados en yuanes, especialmente a los que participan en la Iniciativa de la Franja y la Ruta, el CIPS y las líneas *swap* de China podrían convertirse en una infraestructura financiera vital para muchos países.

Sin embargo, las limitaciones estructurales de China restringirán probablemente la adopción generalizada de su moneda en los mercados internacionales y la participación de entidades extranjeras en su arquitectura financiera alternativa. La realidad es que, a pesar de los activos esfuerzos de Pekín por socavar la hegemonía del dólar, la evidencia indica que estos aún no han logrado grandes avances. Por ejemplo, el hecho de que la participación del RMB en las reservas de divisas sea de apenas el 2,7%, con un solo país –Rusia– poseyendo casi un tercio, demuestra que no puede competir con las alternativas occidentales. Tras la creación del mercado de futuros del petróleo en Shanghái en RMB, se ha hablado mucho de que los países del Golfo podrían empezar a facturar su petróleo en yuanes, pero por ahora eso es poco probable.⁸ Del mismo modo, viendo cómo las líneas *swap* de China rara vez se han activado para fines relacionados con el comercio, la impresión que hay es que han sido más bien ineficaces a la hora de promover la liquidación del comercio en RMB. Y dado que más de siete años después de su lanzamiento, el CIPS sigue representando una red relativamente pequeña de bancos (principalmente chinos), es difícil sostener que constituya una amenaza real para las cámaras de compensación occidentales.

Pero esta visión maximalista tiene el riesgo de pasar por alto los importantes hitos del BPC en su duradera campaña de internacionalización. La inclusión del RMB en la cesta de monedas con DEG del FMI en 2015, por ejemplo, representa un importante

⁷ Véase el reciente artículo de Zongyuan Liu (2022).

⁸ Véase el artículo de Javier Blas (2023).

reconocimiento del yuan como moneda de reserva internacional. Asimismo, las líneas *swap* de China se han convertido en un respaldo de liquidez a corto plazo y en una herramienta de reestructuración de la deuda para socios con necesidades financieras, lo que ha demostrado el creciente papel del país como prestamista internacional de última instancia.⁹ Y aunque el CIPS todavía este lejos de rivalizar con las cámaras de compensación occidentales, su desarrollo constituye sin duda un gran logro en la medida en que demuestra la capacidad de China para construir un sistema avanzado de pagos interbancarios. En lugar de compararlo con otras monedas internacionales importantes, deberíamos medir el progreso incremental de China en la desdolarización. Teniendo en cuenta que el país ha conseguido todo esto (y quizá incluso más de lo que parece, porque gran parte del uso del RMB podría pasar desapercibido por las estadísticas internacionales) en apenas una década, sólo podemos preguntarnos qué ocurrirá en la próxima.

No obstante, desde el punto de vista estructural, el núcleo del poder monetario estadounidense, y por extensión la falta de capacidad de China para desafiarlo, reside en la capacidad (y voluntad) de EEUU de incurrir en grandes déficits en su balanza de pagos para abastecer al mundo con su moneda. EEUU continúa siendo el consumidor de último recurso de la economía mundial, con un déficit por cuenta corriente de 943.800 millones de dólares (o el 3,7% del PIB) en 2022, y el hecho es que el mundo está dispuesto a proporcionarle el crédito necesario (y generar así una gran demanda de dólares) para seguir desempeñando este papel, al menos por ahora. Esto, por supuesto, cambiaría si el bloqueo político en el Congreso de EEUU no fuera capaz de levantar el techo de la deuda y el país entrara en suspensión de pagos.

Conclusiones

¿Y ahora qué?

En resumen, el dólar continúa dominando la economía global, pero hay muchas potencias que quieren alejarse de él. No obstante, lo cierto es que todos los modelos alternativos siguen siendo mucho menores en escala y alcance que la red del dólar. Los BRICS hacen muchos llamamientos a la desdolarización, pero el dólar sigue siendo la moneda elegida por gobiernos, empresas e instituciones financieras de todo el mundo para realizar intercambios comerciales e inversiones. El RMB, la divisa con más potencial para rivalizar con al dólar todavía no es muy importante en su uso internacional y podría pasar un tiempo antes de alcanzarlo, o incluso al euro, como divisa internacional, si es que llega a hacerlo. Así que, en resumen, como diría Susan Strange, estamos de nuevo debatiendo el persistente mito de la hegemonía perdida del dólar estadounidense.

Sin embargo, el impulso de China hacia el uso internacional de su moneda se ha centrado en usos bilaterales cautelosos y bien definidos, y en este ámbito los avances han sido sustanciales. Si la pregunta es cuándo constituirán las autopistas alternativas de China una amenaza real para la hegemonía estadounidense, la respuesta es probablemente en no menos de una década. Pero si nos centramos en los esfuerzos de

⁹ Véase el artículo de Horn *et al.* (2023).

China por reforzar la posición internacional de su moneda y reducir la dependencia del dólar, el panorama es distinto.

Si llega un sistema monetario multipolar post-dólar, ¿qué aspecto tendría? Existe un antiguo debate en la teoría monetaria internacional entre los partidarios de la estabilidad hegemónica a la Kindleberger y los partidarios de un mundo monetario multipolar, entre los que destaca Eichengreen. Pero incluso en este último escenario, la pérdida de la hegemonía del dólar probablemente no supondría el fin del poderío estadounidense. Como líder de la mayor red de seguridad del mundo, el país podría beneficiarse de un giro hacia la rivalidad entre grandes potencias, a pesar de que el dólar se enfrente a una mayor competencia de las monedas de los rivales geopolíticos.

Sin embargo, esta pérdida de poder relativa sí que podría causar algún dolor. Martin Wolf, del *Financial Times*, y otros han advertido de los riesgos de un mundo post-dólar y de un sistema monetario internacional bipolar, con EEUU y China en extremos opuestos. Si este último escenario se hiciera realidad, EEUU sufriría un severo declive en su capacidad de proyectar influencia económica global, con profundas implicaciones internas y para el orden internacional.

En su lugar, EEUU podría decidir replantearse su enfoque de las sanciones financieras y ayudar a proteger el estatus internacional del dólar diseñándolas de forma que impidan una mayor erosión del orden monetario unipolar. En particular, Occidente debería evitar obligar a otros Estados a elegir un bando y, en su lugar, crear coaliciones de sanciones voluntarias. El uso de sanciones también debería reservarse para casos extremos que constituyan una clara amenaza para el orden mundial, en lugar de condicionar el uso del dólar y su sistema financiero a la adhesión a la política exterior estadounidense. Por último, las instituciones financieras y monetarias internacionales deben reformarse para dar cabida a un mayor papel del Sur Global.

En definitiva, el sistema monetario internacional refleja la configuración del poder en las relaciones internacionales. EEUU sigue siendo dominante, pero en declive, mientras que la guerra de Ucrania ha puesto de manifiesto la dependencia de la eurozona, emisora de la segunda moneda internacional más importante, de las garantías militares estadounidenses. En este sentido, Occidente, incluidos sus aliados asiáticos, como Japón y Corea del Sur, parece relativamente unido, sin duda más que durante los años de Trump. Pero al mismo tiempo está más distanciado del Sur Global, que no ha seguido las sanciones contra Rusia y está cada vez más dispuesto a encontrar alternativas al dólar estadounidense. Se trata, en efecto, de una clara señal de que, si bien la hegemonía estadounidense (del dólar) sigue entre nosotros, también está progresivamente más contestada.