



Mitos y realidades de la desdolarización

MU en Análisis Económico

Nombre del estudiante: Tomás V. García-Purriños García

E-mail: tgarcia-purrinosg@uoc.edu

Nombre del Tutor/a: Alessandro de Chiara

Semestre: 1 Semestre 2023-2024

FICHA DEL TRABAJO FINAL

Título del trabajo:	<i>MITOS Y REALIDADES DE LA DESDOLARIZACIÓN</i>
Nombre del autor/a:	<i>Tomás V. García-Purriños García</i>
Nombre del tutor/a:	<i>Alessandro de Chiara</i>
¿Cuál o cuáles ODS (máximo dos) consideras que están más vinculados con tu trabajo? (Objetivos de Desarrollo Sostenible PNUD (undp.org))	<i>ODS 8: Trabajo decente y crecimiento económico. ODS 16: Paz, justicia e instituciones sólidas.</i>
Resumen del trabajo (máximo 250 palabras):	
<p><i>Aunque la posición del dólar es de dominancia internacional en todas las funciones esenciales del dinero (medio de pago, reserva de valor y unidad de cuenta), existen ciertos elementos económicos, tecnológicos y políticos, así como una década de esfuerzos liderada por diferentes países para reducir la dependencia global del dólar, que podrían erosionar esta posición privilegiada. Ante este panorama, indagamos en las causas de esta hegemonía del dólar, arraigada desde el fin del sistema de Bretton Woods, en cómo sustituyó a la libra y por qué ni el yen ni el euro han podido ser alternativas creíbles. Llegamos a la conclusión de que para que una divisa consiga una posición de dominancia, el emisor debe tener un peso relevante en el comercio global, generar confianza, ser capaz de proporcionar una oferta de activos seguros y tener la voluntad de internacionalizar su divisa. En este contexto, no parece que haya actualmente ninguna alternativa concreta para sustituir este modelo, pero sí la evolución hacia un sistema fragmentado por bloques regionales, donde conviven tres divisas dominantes en sus respectivas áreas de influencia (dólar, euro y renmibi) y sus alternativas digitales, con un papel más relevante en las reservas internacionales de las divisas no tradicionales y el oro. Todo esto tiene implicaciones financieras, de política económica y monetaria, así como en la volatilidad del mercado de divisas, que cabe abordar de cara a evitar los riesgos de una crisis financiera o del comercio internacional.</i></p>	
Abstract (in English, 250 words maximum):	
<p><i>Although the dollar continues to be the international dominant currency in all the essential functions of money (means of payment, reserve of value and unit of account), there are certain economic, technological, and political elements, and a decade of efforts to reduce the global hegemony of the dollar led by different countries, that could erode this privileged position. In this sense, we investigate the causes of the</i></p>	

international position of the dollar, rooted on the end of the Bretton Woods system, how it replaced the sterling and why neither the yen nor the euro have been able to be credible alternatives. We conclude that for a currency to achieve a dominant position, the issuer must have a relevant weight in global trade, generate confidence, be able to provide a high supply of safe assets and have the will to internationalize its currency. In this context, we don't identify any concrete alternative, but we consider the evolution into a fragmented system, with regional blocks, where three dominant currencies coexist in their respective areas of influence (dollar, euro and renmibi) with their digital alternatives, and a more relevant role of non-traditional currencies and gold as international reserve assets. All of this has financial, economic, and monetary policy implications, as well as seems to advance higher volatility of the foreign exchange market, which must be addressed to avoid the risks of a financial or international trade crisis.

Palabras clave (entre 4 y 8):

Dólar, desdolarización, sistema monetario internacional, renmibi, internacionalización de la divisa, comercio internacional, euro.

Índice

1. Introducción.....	2
2. La dominancia internacional del dólar.....	6
2.1. El dólar como reserva de valor.....	6
2.2. El dólar como medio de pago.....	9
2.3. El dólar como unidad de cuenta.....	11
3. La era del dólar.....	13
3.1. La guerra de las divisas.....	13
3.2. El imperio contrataca.....	14
3.3. El retorno del dólar: El nuevo orden monetario internacional.....	15
3.4. Razones tras la hegemonía del dólar.....	17
4. Lecciones del yen y del euro.....	21
4.1. El yen japonés.....	21
4.2. El euro.....	23
5. Alternativas a la dominancia del dólar.....	27
5.1. El renmibi.....	27
5.2. Otras alternativas en divisa.....	31
5.2.1. Derechos especiales de giro (SDR del FMI).....	31
5.2.2. Divisa BRICS.....	31
5.2.3. Divisas no tradicionales.....	33
5.3. El oro.....	34
5.4. Tecnología y criptodivisas.....	36
5.5. El papel de Rusia.....	38
6. Implicaciones económicas, políticas y financieras de la desdolarización.....	39
7. Conclusiones y perspectivas futuras.....	43
8. Bibliografía.....	47

1. Introducción.

El mundo es dolarcéntrico. La dominancia global del dólar¹ se manifiesta en todas las funciones principales del dinero (Pérez-Sainz y Zhang, 2023): medio de pago (dolarización de pagos), reserva de valor (dolarización financiera) y unidad de cuenta (dolarización real).

La sostenibilidad de esta situación se ha puesto en duda los últimos años, en un contexto de continua caída del dólar como divisa de reserva² y, sobre todo, a raíz de las sanciones impuestas por Estados Unidos y sus aliados a Rusia tras la invasión de Ucrania.

Cabe añadir a lo anterior el mayor uso de otras divisas alternativas (Arslanap, Eichengreen y Simpson-Bell, 2022); las mejoras tecnológicas, que permiten alternativas digitales a las divisas o la reducción de los costes de transacción e incremento de la liquidez (Somogyi, 2022); así como una década de esfuerzos de desdolarización promovida por algunos países, como los BRIC – Brasil, Rusia, India y China (Chen, 2016; Nelson y Sutter, 2021; Coquide, Lages y Shepelyanski, 2023; Chan, 2023).

En este contexto, cabe plantearse: ¿qué puede provocar una desdolarización global?, ¿se está produciendo ya?, ¿hay alternativas creíbles?, ¿qué implicaciones y consecuencias podría tener? En suma: ¿qué hay de mito y qué de realidad en la desdolarización?

Comprender los motivos que han permitido al dólar establecerse en esta posición hegemónica, así como las razones que han pesado para que otras divisas cedan o no disputen ese puesto, es clave para comprender si estamos ante un cambio de paradigma, así como sus consecuencias.

Tabla 1. Rol de una divisa internacional.

Función del dinero	Definición	Sector Público	Sector Privado
Unidad de cuenta.	Estándar para expresar y comparar el valor de bienes y servicios.	Uso, <i>peg</i> o cesta de divisa.	Precio de activos financieros, precio de comercio internacional.
Medio de pago.	Facilita el intercambio de bienes y servicios en una economía.	Prestamista de último recurso, intervención en mercado de divisa.	Pagos internacionales y transacciones financieras.
Reserva de valor	Capacidad para mantener su valor a lo largo del tiempo.	Reservas internacionales.	Denominación de activos financieros.

Fuente: Adaptación de Pérez-Sainz y Zhang (2023).

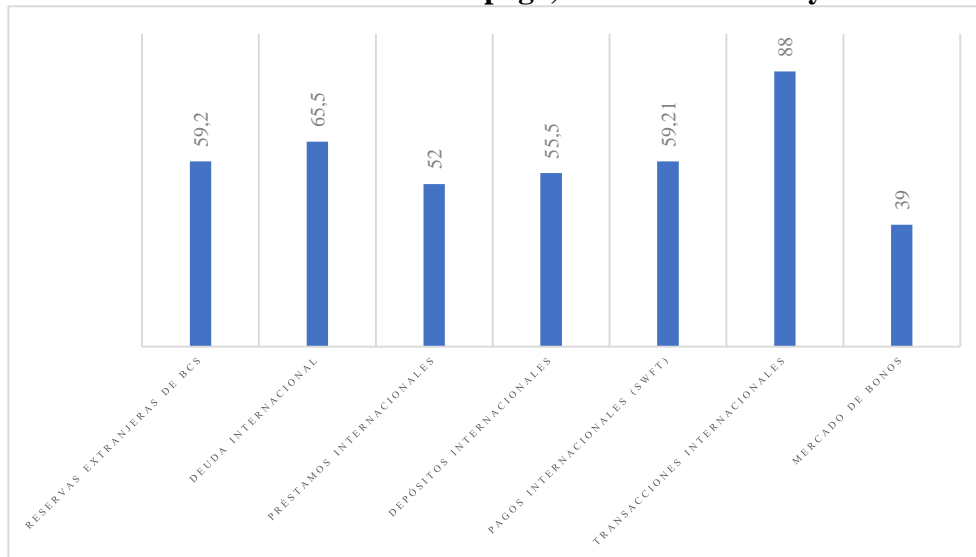
En este trabajo llevamos a cabo una investigación exploratoria, que intenta comprender este fenómeno desde diversas perspectivas, utilizando diferentes fuentes y enfoques. Nos decantamos así por una metodología que aplique un enfoque mixto e integrador, combinando métodos cuantitativos (análisis de datos actuales e históricos) y cualitativos (revisión de la literatura, estudio histórico, exploración de alternativas). Esta aproximación permite obtener una perspectiva integral, considerando no solo los datos actuales sino también la historia, la literatura existente y las posibles alternativas a la hegemonía del dólar, lo que deriva en una evaluación más robusta y matizada de las posibles implicaciones y consecuencias.

¹ Utilizamos “dólar” en referencia al dólar estadounidense, señalando en el resto de los casos la región.

² En 1999 suponía el 71%, hasta el 59,2% actual (FMI, 3T23). Con todo, estos movimientos no son extraños en términos históricos (Gerding, F. y Hartley, J., 2023; Arslanap, Eichengreen y Simpson-Bell, 2022).

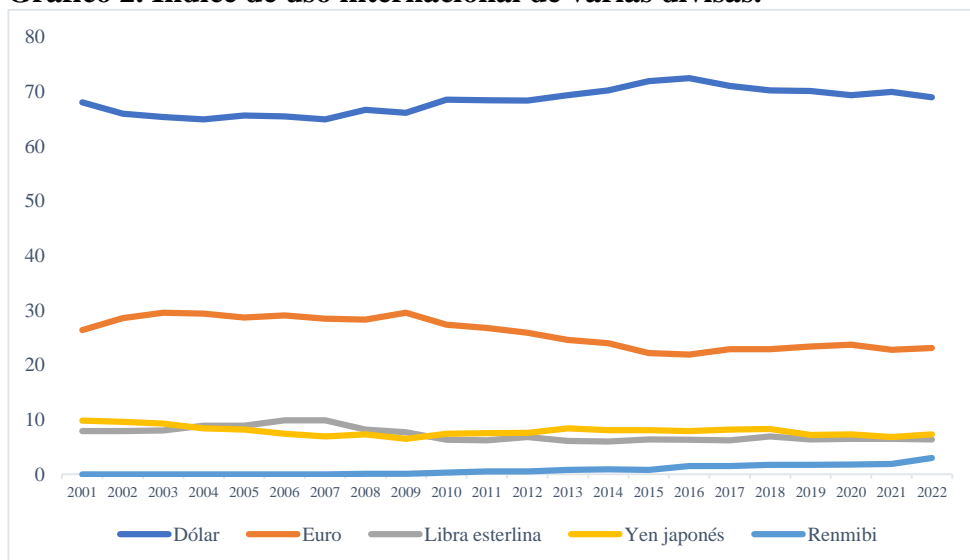
En este sentido, al menos por ahora, parece que todos los argumentos esgrimidos a favor de que está ocurriendo una desdolarización global han tenido un impacto limitado (den Besten, Di Casola y Habib, 2023; Bertaut, von Beschwitz y Curcuru, 2023; Gerding y Hartley, 2023).

Gráfico 1. El dólar como medio de pago, unidad de cuenta y reserva de valor.



Fuente: FMI, OMC, Gerding, F. y Hartley, J. (2023), BIS, Visual Capitalist y elaboración propia.
 Nota: Porcentaje (%) del peso del dólar sobre el total. A última fecha disponible (2022-2023).

Gráfico 2. Índice de uso internacional de varias divisas.



Fuente: FMI (COFER), BIS (Triennial Central Bank Survey of FX and OTC Derivatives Market y estadísticas locales), Refinitiv, Fed y elaboración propia.

Nota: Promedio ponderado de la participación de cada divisa en las reservas de divisas oficiales (25%), el volumen de transacciones de divisas (25%), la emisión de deuda en moneda extranjera (25%), las reclamaciones de divisas y bancarias internacionales (12,5%), y las obligaciones de divisas y bancarias internacionales (12,5%).

Así, como medio de pago, la relevancia del dólar en el comercio internacional está muy por encima de la participación de Estados Unidos en el mismo (Boz *et al*, 2020; Gopinath *et al*, 2020; Gerding y Hartley, 2023). Además, el dólar es uno de los lados en, al menos, el 85% de

toda la operativa de intercambio de divisa tanto *spot*, como *forwards* o *swaps* (Maronoti, 2022). Como reserva de valor, el dólar supone el 59,2% de las reservas en divisa extranjera oficiales (FMI, 3T23). Como unidad de cuenta, además de su relevancia en la cotización de activos financieros y la facturación del comercio internacional (Gourinchas, 2019), más del 50% del PIB global en 2015 se produjo en países (sin contar Estados Unidos) que utilizan el dólar como divisa de referencia para sus propias divisas (Ilzetzki, Reinhart y Rogoff, 2019).³

Esta situación es insólita en la historia monetaria moderna, caracterizada por la coexistencia de varias divisas de reserva compitiendo entre ellas y atravesando periodos de cambios de liderazgo (Eichengreen y Flandreau, 2009; Vicquéry, 2022), y tiene implicaciones que afectan a la economía, comercio y geopolítica global.

Así, esta relevancia del dólar otorga a Estados Unidos diferentes ventajas económicas y políticas. La más destacable, desde el punto de vista económico, es la capacidad de conseguir financiación fácil y barata, en lo que el exministro francés de economía Valéry Giscard d'Estaing catalogó en 1960 como “privilegio exorbitante” (Gräb, Kostka y Quint, 2019).⁴ La parte negativa, como recuerdan Geering, Krys y Born (2023), radica en las posibles burbujas de activos incentivadas por unos costes de financiación bajos.

Por otro lado, la alta y constante demanda de dólares desde el resto del mundo permite que el dólar se mantenga apreciado, haciendo las importaciones más atractivas para Estados Unidos, si bien, también con su coste: encarecer las exportaciones, reduciendo la competitividad. Esto se acentúa durante las crisis financieras, dado el papel de activo refugio del dólar (Geering, Krys y Born, 2023). Todo ello, incentiva déficits comerciales elevados y consistentes (Robinson, 2023).

Finalmente, otra ventaja como destaca, entre otros, Gourinchas (2019), es que, al estar gran parte del comercio denominado en dólares, las compañías y consumidores estadounidenses asumen un menor riesgo de tipos de cambio en sus transacciones.

Desde el punto de vista político, la posición privilegiada de su divisa permite a Estados Unidos utilizarla como herramienta de diplomacia. Así, permite la imposición de sanciones, como apartar a otros países del sistema global de pagos o la congelación de activos en dólares (Weiss, 2022).⁵

Todo lo anterior tiene ramificaciones globales, presentando beneficios (el dólar ha sido el combustible de la globalización, como recuerdan Thiagarajan *et al*, 2023), pero también riesgos. Como proponen Fahri y Maggiori (2017), el “privilegio exorbitante” implica que la balanza externa de Estados Unidos sea como la de un “banco global”, compuesta por pasivos líquidos y seguros de corto plazo y activos ilíquidos y con mayor riesgo. Aunque existan ventajas en este modelo, la banca es una actividad arriesgada, sujeta a episodios de pánico.

³ Desde entonces el único cambio significativo ha sido en el renmibi chino, cuyo valor se calcula actualmente a través de una cesta de divisas, si bien el dólar supone al menos un 50% del peso de ésta (Bertaut, von Beschwitz y Curcuru, 2023).

⁴ Existe un amplio consenso de que Estados Unidos obtiene una capacidad de financiación a bajo coste a cambio de proveer a los inversores internacionales con activos de bajo riesgo (Gourinchas y Rey, 2014), cuya elevada demanda provoca lo que Bernanke (2005) cataloga como “exceso de ahorro global” en dólares, responsable de comprimir la rentabilidad de la deuda estadounidense en unos 50 puntos básicos por cada 100 mil millones de dólares, como recogen Gräb, Kostka y Quint (2019).

⁵ No se debe subestimar además lo que la ciencia política denomina como “poder blando”: estatus y prestigio. En palabras de Mundell en 1993, recordadas por Cohen (2009): “Las grandes potencias tienen grandes divisas”.

En este contexto, la inestabilidad de Estados Unidos o del dólar se podría transmitir al resto del mundo a través de diferentes canales, como una caída del comercio global (Gopinath *et al*, 2016) o un endurecimiento de las condiciones financieras (Obstfeld y Zhou, 2023), suponiendo, por lo tanto, riesgos para la economía mundial.

Lo anterior exige a las autoridades estadounidenses actuar como una aseguradora en momentos de incertidumbre, ofreciendo liquidez ante el incremento de la demanda de activos refugio en dólares (Bertaut, von Beschwitz y Curcuru, 2023).⁶

En cuanto a los motivos que han permitido esta posición privilegiada del dólar son, principalmente: el tamaño, la fortaleza y la estabilidad política y económica de Estados Unidos y su capacidad inédita de proveer activos seguros al resto del mundo.⁷ Cerca de la mitad de los activos de crédito y deuda que se emiten en los mercados *offshore* están denominados en dólares (Maronoti, 2022). Como señala Canuto (2023), no existe ninguna otra divisa que ofrezca un volumen equivalente de productos financieros de bajo riesgo, lo que permite a las autoridades monetarias internacionales e inversores públicos y privados acumularlos como activos seguros. Los únicos mercados que podrían hacerle frente tienen sus propias problemáticas: la fragmentación fiscal para el euro, la enorme participación gubernamental en el caso del yen japonés o los controles legales en el caso del renmibi chino.

Aunque algunos autores cuestionan la inercia que proporciona ser divisa dominante (por ejemplo, Eichengreen, 2009), cabe añadir que existen otros factores relacionados con el efecto red que proporciona el uso internacional de la divisa dominante. La liquidez del dólar, así como la extensa infraestructura global para la operativa en esta divisa, justifica unos menores costes de transacción. Esto explica por qué cerca del 40% de todas las transacciones en las que interviene el dólar se deben a operaciones cruzadas, que lo utilizan como divisa vehicular intermedia (Somogyi, 2023).

El trabajo se estructura de la siguiente forma: tras esta introducción, en el segundo capítulo detallamos la relevancia del dólar como medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor en la economía global, y su evolución reciente. En el tercero, explicamos cómo el dólar alcanzó su dominio tras la Segunda Guerra mundial, analizando los motivos de la caída de la libra esterlina. En el cuarto punto, examinamos las lecciones que pueden extraerse de que el yen japonés y el euro no hayan logrado desplazar significativamente al dólar. En el quinto punto analizamos las posibles alternativas existentes, especialmente el auge del oro y el esfuerzo diplomático chino con el renmibi. En el sexto capítulo exploramos las posibles consecuencias de la pérdida de relevancia internacional del dólar, especialmente las implicaciones económicas, políticas y financieras. Finalmente, en el séptimo capítulo se abordan las principales conclusiones y perspectivas futuras.

⁶ Por lo tanto, la contraparte del “privilegio exorbitante” es el “deber” de emitir activos seguros en momentos de crisis. Recuerda al viejo *adagio* griego popularizado por Stan Lee en Spiderman: “un gran poder conlleva una gran responsabilidad”.

⁷ Hasta el punto de poder hablar de que el activo de reserva global es la deuda estadounidense (*Treasuries*) y no el dólar (Siripurapu y Berman, 2023).

2. La dominancia internacional del dólar.

2.1. El dólar como reserva de valor.

Una de las principales medidas de la confianza en una divisa es su uso en las reservas oficiales internacionales de los bancos centrales.

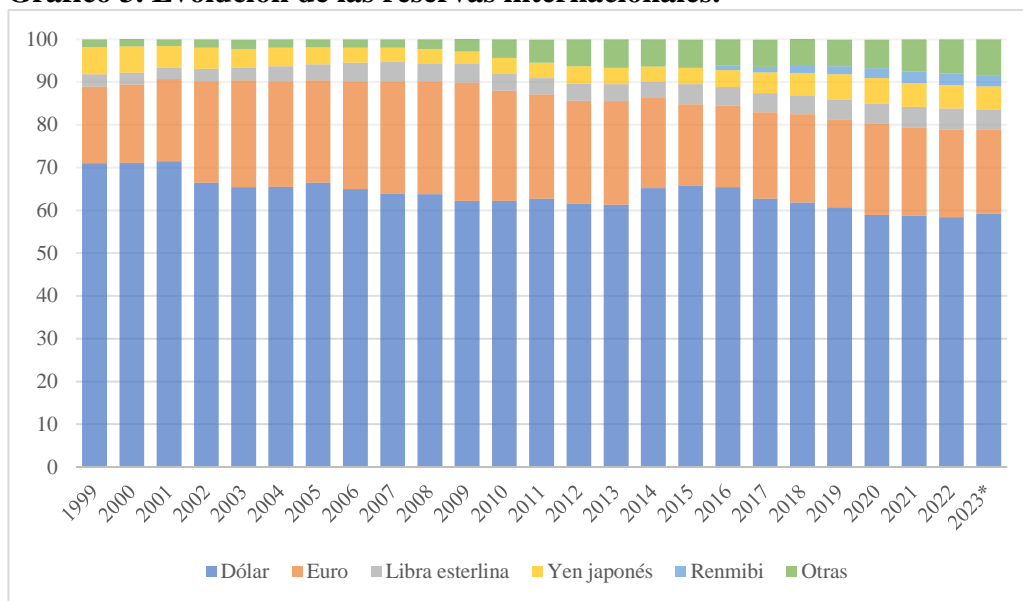
En este sentido, destaca la constante caída desde el 71% en 1999 hasta el 59,2% del último dato (FMI, 3T23) del peso del dólar.

No puede achacarse a las sanciones contra Rusia, puesto que se ha producido, de hecho, un incremento desde 2022, cuando se situaba en el 58,4%. Esto es consistente con el análisis de Weiss (2022), que subraya que existe una base fiable de tenedores de activos que pone un suelo a la caída de las reservas por motivos políticos: cerca de la mitad de los activos emitidos por el gobierno estadounidense en manos extranjeras pertenece a aliados directos, y unas tres cuartas partes a países con los que mantiene algún tipo de cooperación militar.

Cabe destacar así mismo que diferentes análisis respecto a las reservas internacionales previas a 1999 muestran periodos en los que el porcentaje de activos en dólares se situaba en niveles similares o inferiores a los actuales, llegando al 50,6% en 1990 (Gerding y Hartley, 2023).

En todo caso, aunque el renmibi haya ganado peso, no es suficiente para explicar lo anterior y al menos un tercio de su peso actual podría explicarse sólo por su incremento en las reservas del banco central ruso (Kumari *et al*, 2023).

Gráfico 3. Evolución de las reservas internacionales.



Fuente: FMI (COFER), elaboración propia.

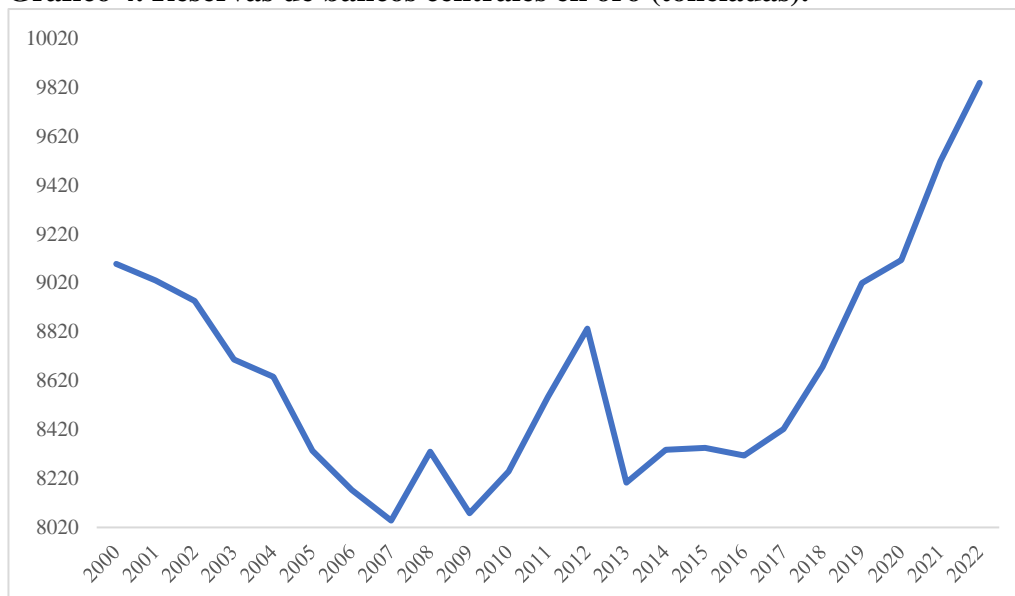
Nota: Datos hasta el 3T 2023. El peso del renmibi es 0 hasta 2015.

Tampoco ha sido sustituida por el euro. La explicación se encuentra, por tanto, en el mayor peso de divisas como el dólar australiano, dólar canadiense, won coreano, dólar de Singapur y corona sueca. Por un lado, las innovaciones tecnológicas han permitido una mayor profundidad de estos mercados y una reducción de los costes de las transacciones en estas divisas. Por otro lado, los responsables de las reservas son más activos gestionándolas,

especialmente en la parte de inversión, frente a la parte más dedicada a la protección de la cartera, que permanece sin excesivos movimientos (Arslanalp, Eichengreen y Simpson-Bell, 2022).

En la última década cabe destacar otra tendencia: la acumulación de oro por parte de las autoridades monetarias.

Gráfico 4. Reservas de bancos centrales en oro (toneladas).



Fuente: Banco centrales, Fed de San Luis, FMI, Banco Mundial, World Gold Council y elaboración propia.

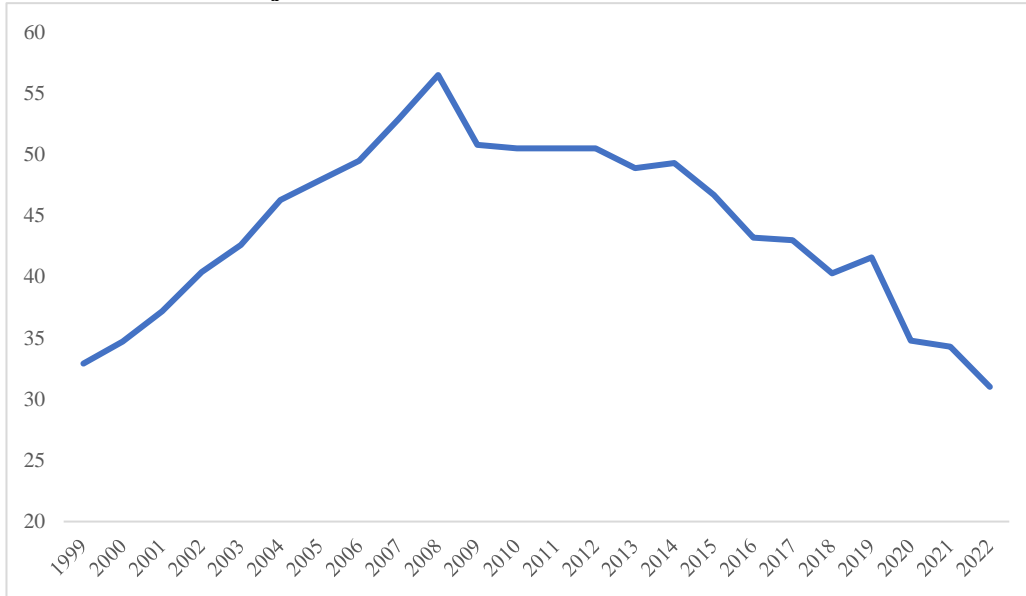
Como también señalan Arslanalp, Eichengreen y Simpson-Bell (2023), lo anterior se justifica en que el oro se percibe como un activo refugio en períodos de alta incertidumbre económica, financiera y geopolítica. Así, ante un entorno económico inestable, con elevada inflación y crecimiento incierto, y posibles sanciones políticas, los bancos centrales están incentivados a incrementar su posición en oro.

Las amenazas a la dominancia del dólar en las reservas oficiales aparecen, por tanto, desde el lado de las divisas consideradas como no tradicionales, incluidas el renmibi y el oro.

En línea con la caída del peso del dólar entre las divisas de reserva, destaca la menor participación de extranjeros en activos del Tesoro. Así, ha caído hasta 31% del total.

Con todo, no son cifras preocupantes y están en línea con otras regiones económicas comparables como Eurozona o Japón. Además, por otro lado, el efectivo (*banknotes*) en manos de extranjeros se sitúa en torno al 50% del total (Bertaut, von Beschviz y Curcuru, 2023).

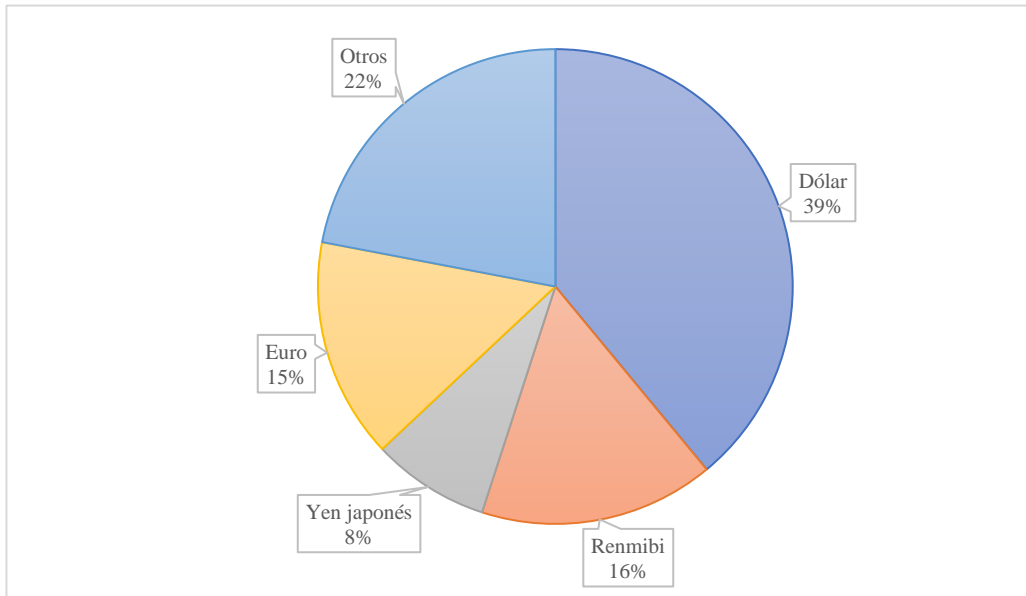
Gráfico 5. Porcentaje de activos del Tesoro estadounidense en manos extranjeras.



Fuente: Cuentas financieras de Estados Unidos (Table L.210), BIS, Banco Mundial/FMI (Quarterly External Debt Statistics - QEDS, Haver Analytics, Banco de Inglaterra, Banco de Japón, BCE, Fed y elaboración propia.

Cabe recordar que gran parte de la deuda está denominada en dólares. Esta tendencia se mantiene estable (Gerding y Hartley, 2023), gracias a la contribución de las empresas privadas y de los gobiernos de países emergentes.⁸

Gráfico 6. Mercado internacional de bonos.



Fuente: BIS, Visual Capitalist y elaboración propia.

Nota: Porcentaje sobre el total de la suma de los títulos de deuda interna reportados por las autoridades nacionales y/o los títulos de deuda internacional compilados por el BIS, 2022.

⁸ Fenómeno conocido como “Pecado Original”, que consiste en la tendencia a denominar parte de la deuda de países emergentes en dólares o en otras divisas de países desarrollados (*hard currency*) para reducir los costes de financiación.

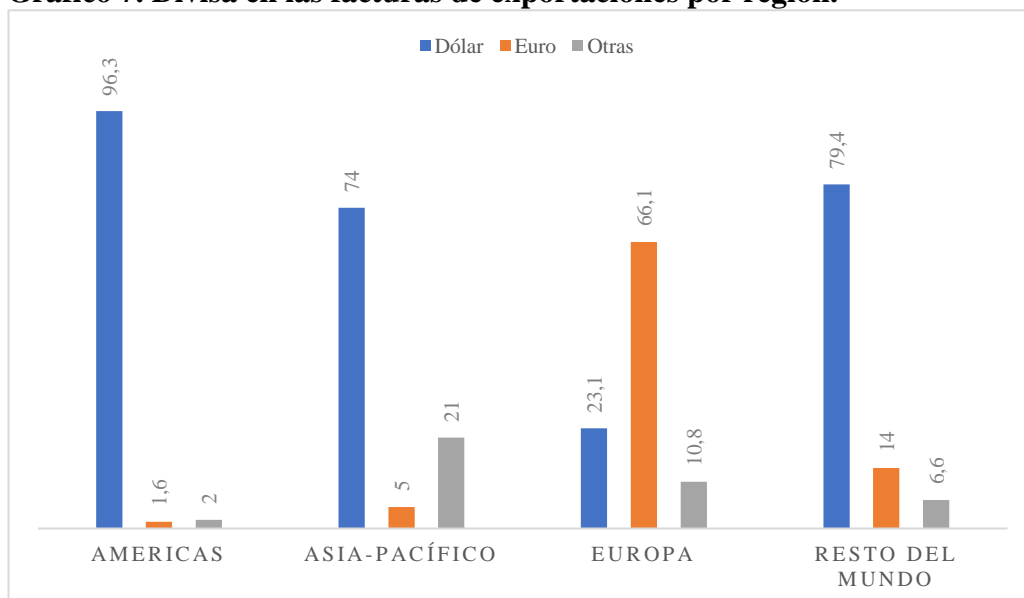
En este contexto, como señala Gourinchas (2019) o Maggiori, Neiman y Schreger (2018), el posicionamiento de los inversores está sesgado hacia instrumentos emitidos en su propia divisa (*home bias*), con excepción de los emitidos en dólares.

2.2. El dólar como medio de pago.

La dominancia del dólar como divisa de comercio internacional se refleja principalmente en la facturación en dólares durante las últimas décadas (Gerding y Hartley, 2023), que justifica la notable relevancia de esta divisa en el comercio global, resultando más importante que las propias divisas regionales en la competitividad de los países, como demuestran Gopinath *et al* (2016).⁹

Resulta reseñable el caso del euro y su elevada importancia local en la región europea, donde es la divisa dominante (gráfico 7). Lo anterior no supone una amenaza para el dólar, pero es un recuerdo de que pueden coexistir diferentes dominancias regionales, que podrían adquirir mayor importancia en un mundo más fragmentado (Den Besten, Di Casola y Habib, 2023).

Gráfico 7. Divisa en las facturas de exportaciones por región.



Fuente: FMI, Banco Central de Taiwan, Boz et al. (2020), cálculos del staff de la Fed y elaboración propia.

Nota: Media anual de la composición de las facturas de comercio en exportaciones, en porcentaje sobre el total, desde 1999 hasta 2019.

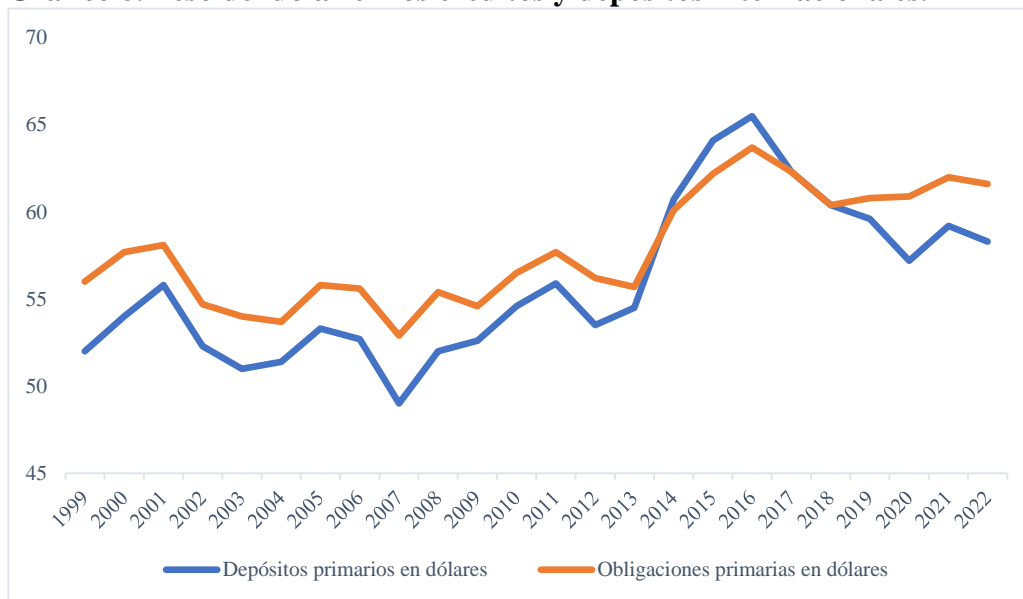
Cabe destacar así mismo el importante esfuerzo diplomático que está realizando China en esta función del dinero. Desde 2018 se han establecido diferentes acuerdos, principalmente -pero no exclusivamente, con productores de materias primas, especialmente con Rusia, Arabia Saudí o países del sudeste asiático, para liquidar las transacciones en renmibi (Chen, 2023).

El dólar también es la divisa dominante en las operaciones bancarias internacionales, consecuencia en parte de su importancia en el comercio internacional. En este contexto, cerca del 60% de los depósitos y créditos internacionales están denominados en dólares

⁹ La divisa en la que se emiten las facturas es también una prueba de la importancia del dólar como unidad de cuenta.

estadounidenses. Este peso se ha mantenido estable durante los últimos 20 años (Bertaut, von Beschwitz y Curcuru, 2023).

Gráfico 8. Peso del dólar en los créditos y depósitos internacionales.



Fuente: BIS, cálculos del *staff* de la Fed y elaboración propia.

Nota: Créditos y depósitos denominados divisa extranjera o internacionales como porcentaje del total.

De cara a mantener la liquidez del sistema internacional, la Reserva Federal ha introducido medidas, como líneas de intercambio (*swaps*) y una facilidad de recompra para Autoridades Monetarias Extranjeras (FIMA), con el objetivo de asegurar el acceso a financiación en dólares durante periodos de crisis, reforzando así la influencia global de esta divisa. Estas iniciativas se utilizaron significativamente durante la crisis financiera de 2008-2009 y la pandemia de la COVID-19 en 2020, subrayando la relevancia del dólar en las operaciones de los bancos a nivel internacional (Bertaut, von Beschwitz y Curcuru, 2023).

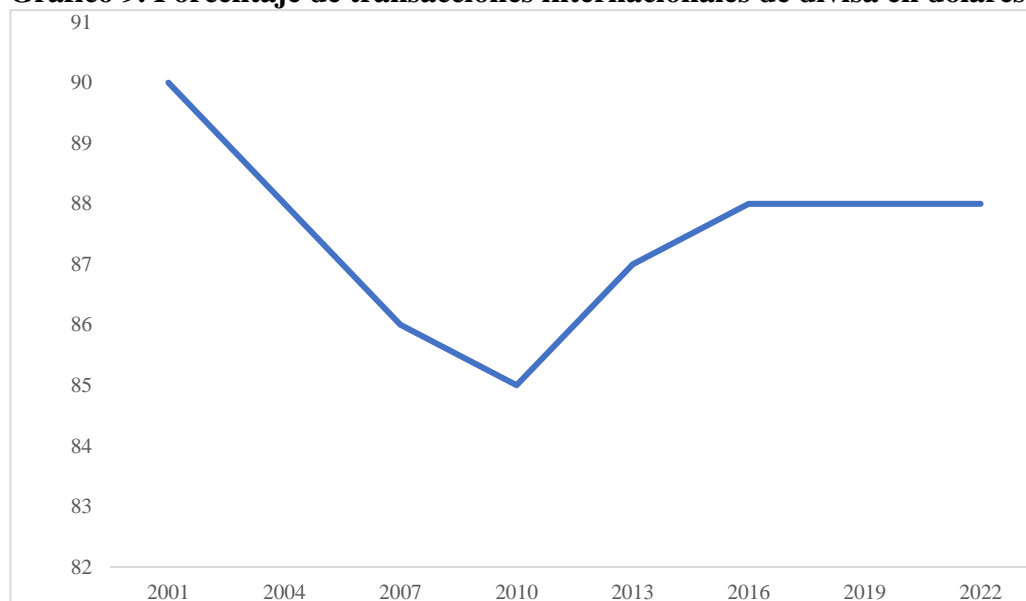
Cabe señalar que China también ha dedicado un importante esfuerzo en este sentido, con el desarrollo de sus mercados *offshore*, así como el establecimiento de líneas de *swap*. Esto es relevante para generar seguridad en que será posible obtener la divisa china en momentos de estrés financiero. La historia demuestra que lo anterior junto con el incremento del uso de la divisa como medio de pago, son pasos previos al establecimiento de relevancia (aunque no necesariamente liderazgo) también en las reservas internacionales (Eichengreen *et al*, 2022).

Finalmente, otra de las manifestaciones de la relevancia del dólar como medio de pago es su notoriedad en las transacciones internacionales de divisa, que, aunque haya decrecido ligeramente se mantiene en torno al 90%.

China también ha dado pasos para la internacionalización de su divisa. En primer lugar, con la creación de una alternativa al sistema SWIFT, conocida como CIPS. Por otro lado, a través de la creación de una divisa digital que facilitaría los pagos globales (Nelson y Sutter, 2021).

En el mismo sentido, la creación y desarrollo de divisas digitales por parte de otros bancos centrales facilitaría las transacciones en sus divisas, permitiendo la eliminación en muchos casos del dólar como divisa intermedia (lo que se conoce como operaciones cruzadas) que suponen en torno al 40% de la operativa (Somogyi, 2022).

Gráfico 9. Porcentaje de transacciones internacionales de divisa en dólares.



Fuente: BIS (Triennial Central Bank Survey of FX and OTC Derivatives Markets) y elaboración propia.

Nota: El dólar está en al menos uno de los lados de la operación (compra o venta), porcentaje sobre el total de las transacciones

Al ser la divisa dominante para las transacciones comerciales y la de reserva favorita, no es extraño que la mayoría de los bancos centrales suela emplear el dólar para intervenir y apreciar o depreciar sus divisas locales (Gourinchas, 2019). Estas pueden tener numerosos objetivos, como estabilizar el valor de la moneda local, controlar la inflación, estimular la economía mediante ajustes en la competitividad de las exportaciones, y prevenir o mitigar crisis financieras. Asimismo, los bancos centrales gestionan sus reservas de divisas extranjeras a través de estas intervenciones, buscando diversificar y asegurar su estabilidad.

2.3. El dólar como unidad de cuenta.¹⁰

Como acabamos de ver, el dólar es ampliamente utilizado como divisa de facturación en el comercio internacional. Gourinchas (2019) recoge estudios que señalan que la facturación en dólares es 4,7 veces el tamaño del peso de Estados Unidos en las importaciones y 3,1 el peso de las exportaciones.

Por otro lado, las economías que optan por mantener una paridad cambiaria (*peg*) o directamente permitir o utilizar el dólar en vez de una referencia propia, hacen uso de la divisa estadounidense como principal referencia en sus transacciones, simplificando las negociaciones internacionales y reduciendo la incertidumbre asociada a los tipos de cambio.

Bajo este régimen, la moneda local sigue de cerca las variaciones del dólar, estableciendo una relación constante.

Aunque esta elección busca estabilidad, la correlación directa con el dólar impone limitaciones a la autonomía de la política monetaria nacional, ya que las decisiones de la

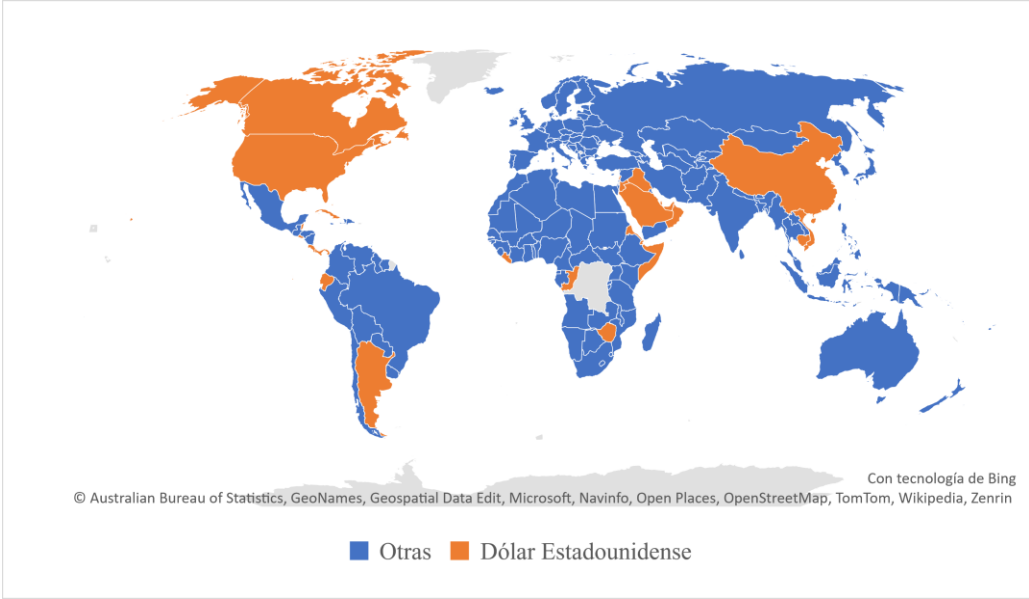
¹⁰ Recientemente, este tema ha vuelto a la conversación de política económica, dada la intención del presidente recientemente elegido en Argentina, J. Milei, de renunciar a su divisa propia y dolarizar la economía del país.

Reserva Federal de Estados Unidos inciden directamente en la economía de los países con sus monedas ancladas al dólar. Por ello, algunas naciones eligen sistemas más flexibles, como la flotación administrada o la paridad con una cesta de divisas.

Las economías que optan por mantener una paridad cambiaria (*peg*) o directamente permitir o utilizar el dólar en vez de una referencia propia, hacen uso de la divisa estadounidense como principal referencia en sus transacciones, simplificando las negociaciones internacionales y reduciendo la incertidumbre asociada a los tipos de cambio.

Como recuerdan Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2019), el número de países que han adoptado este régimen cambiario (sin contar Estados Unidos) supuso más del 50% del PIB global en 2015. Desde entonces, el gran cambio ha radicado en que el renmibi tiene como referencia una cesta de divisas, y no el dólar. Con todo, su peso en esta cesta es superior al 50%.

Mapa 1. Dólar como unidad de cuenta.



Fuente: Elaboración propia en Excel a partir de datos del Banco Mundial.
Nota: Países cuya divisa es el dólar, con divisa *peg* al dólar o a una cesta donde suponga un papel relevante, o que se acepte de alguna manera (oficial o popularmente) como unidad de cuenta, 2023.

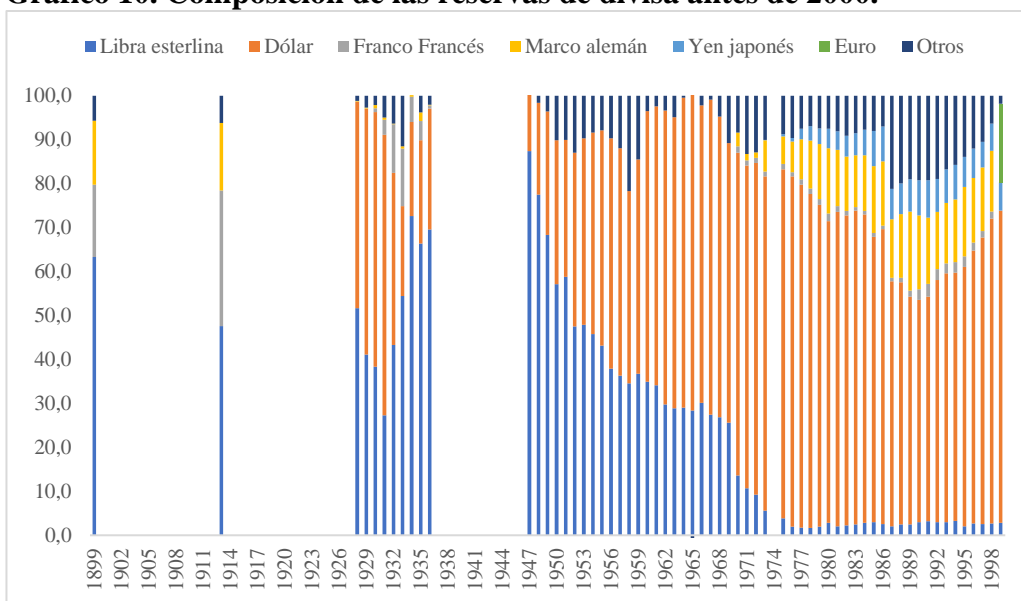
3. La era del dólar.

Como hemos visto en el capítulo anterior, el dólar mantiene su salud, salvo algunas excepciones, como la divisa dominante a nivel internacional en los principales usos del dinero. Para comprender si estamos o no cerca de las puertas de un cambio, es útil analizar los antecedentes históricos y el porqué de esta hegemonía.

La investigación más reciente parece señalar que el dólar superó a la libra esterlina como principal divisa de reserva y en créditos comerciales privados, a mediados de 1920 (Eichengreen y Flandreau, 2009; Chitu, Eichengreen y Mehl, 2014; Vicquéry, 2021).

Que ocurriera tan temprano, tiene principalmente tres consecuencias relevantes. En primer lugar, sugiere que los efectos de red y la inercia de la divisa dominante no son tan duraderos como se pensaba anteriormente. En segundo lugar, y en relación con lo anterior, señala que, una vez perdida la posición de divisa dominante, puede ser recuperada (como en el caso de la libra). En tercer lugar, el periodo de convivencia entre libra y dólar demuestra que es posible la existencia de varias divisas dominantes. De hecho, en línea con Vicquéry (2021), la hegemonía del dólar desde Bretton Woods supone una anomalía en la historia, donde suelen convivir y alternarse en importancia varias divisas dominantes (libra esterlina, franco francés, marco alemán y dólar).

Gráfico 10. Composición de las reservas de divisa antes de 2000.



Fuente: Datos sobre la composición internacional de las reservas de divisa en el largo plazo. Datos anuales utilizados en Eichengreen, Mehl and Chitu, "How Global Currencies Work", 2020, y elaboración propia. Los espacios en blanco implican que no hay datos para esa fecha.

3.1. La guerra de las divisas.

La simplificación lógica del sistema de patrón-oro comienza desde monedas con valor intrínseco hacia monedas sin valor en sí mismas, pero que puede intercambiarse por oro, y finaliza en un modelo de monedas que no pueden ser cambiadas por el metal dorado, pero sí por otras que aceptan ese canje.

Bajo este contexto, al menos desde comienzos del siglo XIX, algunas autoridades monetarias añadían a sus reservas de oro divisas extranjeras. En 1899, la libra esterlina era, con diferencia, la opción favorita. Los fuertes lazos en las relaciones comerciales globales del Reino Unido, un mercado financiero con elevada participación y la disposición del Banco de Inglaterra para proveer de liquidez y gestión del riesgo de la actividad comercial, permitieron lo anterior (Eichengreen y Flandreau, 2010).

En 1913, sin embargo, la composición era mucho más diversificada, con el franco francés alcanzando casi el 30% del peso, a expensas de la libra, que se redujo por debajo del 50%. Este cambio podría justificarse tanto en temas políticos de la época como en un deseo de diversificación por parte de los bancos centrales, ante los posibles riesgos relacionados con la convertibilidad de la divisa de los emisores, que dependían de su economía, posibles devaluaciones o embargos, situación política, etc. (Eichengreen y Flandreau, 2009).

Con todo, el principal problema del patrón oro quedó patente tras la primera guerra mundial. La base monetaria, dependiente de la producción de oro, era insuficiente ante la demanda de dinero de un mundo que precisaba reconstruirse. La solución adoptada en la Conferencia de Génova en 1922¹¹ fue la de incentivar a los bancos centrales para que incrementasen sus reservas en activos extranjeros en divisas que mantuvieran la convertibilidad con el oro. Se alentó también a restablecer los mercados libres de oro, para dotar de liquidez al sistema.

Así, como recuerdan Eichengreen y Flandreau (2009), las reservas de los bancos centrales en activos extranjeros aumentaron desde cerca del 20% en 1913 hasta más del 40% en 1928. Justo en ese momento, a mediados de los años 20, es cuando el dólar obtiene por primera vez el liderazgo entre las divisas de reserva.

La creación de la Reserva Federal en 1913 permitió que Estados Unidos dispusiera de una autoridad monetaria similar a la británica, dispuesta a proveer liquidez a la actividad comercial, y a gestionar las condiciones financieras y crediticias. El apoyo consciente de la Reserva Federal a la internacionalización del dólar es una muestra de la voluntad política estadounidense de reforzar el papel dominante de su divisa.

Además, Nueva York había surgido como un mercado financiero relevante, en un país que dominaba el comercio global desde 1912 (Eichengreen y Flandreau, 2010). En este contexto, el impacto de la primera guerra mundial sobre los principales centros financieros europeos creó la oportunidad para que el dólar primero disputara y luego asumiera la dominancia internacional.

3.2. El imperio contrataca.

La relevancia del dólar comenzó a resentirse pronto, desde 1927. Francia tenía la determinación de convertir a París en un centro financiero, en detrimento del Reino Unido. En este contexto, el banco central francés estaba convirtiendo de forma masiva sus reservas de divisa de libras esterlinas en oro, causando una importante tensión en la balanza comercial británica. Este contexto internacional, unido a cierto deterioro económico local justificó una política monetaria expansiva por parte de la reserva federal estadounidense, que incentivó la salida de oro hacia Europa (Vicquéry, 2021).

¹¹ La Conferencia de Génova de 1922 fue una reunión internacional con el objetivo de abordar cuestiones económicas y políticas después de la Primera Guerra Mundial. Los principales temas discutidos incluyeron la reconstrucción económica, las reparaciones de guerra, los tratados de paz y las relaciones diplomáticas.

En 1928, la Fed decidió endurecer de nuevo su política monetaria ante la amenaza de posibles burbujas, especialmente en el mercado de acciones. Esta causó una reducción de los préstamos desde Estados Unidos al resto del mundo, obligando al resto de bancos centrales globales a endurecer también sus políticas monetarias para no incurrir en déficits comerciales (poniendo riesgo las reservas de oro), contribuyendo a la gran crisis de 1929.

Como recuerdan Eichengreen y Flandreau (2010), la actividad de crédito comercial en dólares se redujo globalmente, pero especialmente en Estados Unidos. En 1935 suponían tan sólo la séptima parte de 1929, mientras que el mercado en libras esterlinas cayó, pero en una proporción mucho menor. Lo anterior pesó durante más de una década sobre la importancia internacional del dólar.

Además, los británicos habían seguido las recomendaciones de la “Comisión Cunliffe”, formada en 1918, que sugirió diferentes políticas económicas para la transición posbélica.¹²

El Reino Unido también aprovechó la guerra para hacer frente al desafío de los bancos alemanes, finalizando en una mejor posición internacional. Consiguió sobrevivir así incluso tras el abandono de su convertibilidad en oro en 1931. Dos años después, en 1933, Estados Unidos también abandonaría el patrón oro.¹³

3.3. El retorno del dólar: El nuevo orden monetario internacional.

Tras la segunda guerra mundial, los países europeos estaban fuertemente endeudados y Estados Unidos emergió como la principal potencia económica. El Reino Unido decidió centrarse más en el crecimiento económico y en la reconstrucción del país que en la protección de la dominancia de su divisa. Así, en 1949 devaluó la libra más de un 30% frente al dólar, implementando controles de capitales para evitar salidas desordenadas (Eichengreen, 2023).

A pesar de que la libra esterlina mantuvo cierta inercia, su relevancia global ya había comenzado a perder peso a partir de 1944, tras el acuerdo de Bretton Woods. Bajo este nuevo marco, el dólar quedó vinculado al oro y el resto de divisas, al dólar, pudiendo canjearlo por oro a una tasa fija. Además, Estados Unidos negoció acuerdos comerciales asegurando que se facturasen en dólares, reforzando la posición del billete verde en las transacciones internacionales. Finalmente, la creación de instituciones como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial proporcionó estructuras financieras y económicas lideradas por Estados Unidos, que utilizaron el dólar como divisa de referencia para transacciones internacionales y acuerdos de préstamos (Siripurapu y Berman, 2023; Geering, Krys y Born, 2023).

En este contexto, la hegemonía del dólar y la pérdida de relevancia del resto de divisas, especialmente de la libra esterlina, se acelera principalmente en dos momentos. El primero ocurre después de 1956 y está justificado (no necesariamente causado) por la geopolítica

¹² El comité, respaldado por los sectores financiero y comercial británicos, recomendó el retorno al patrón oro, manteniendo la convertibilidad con la misma paridad que existía en 1914, la reducción de la deuda pública y la acumulación de reservas como medidas clave para fortalecer la economía británica.

¹³ Algunos estudios sugieren un incremento de la relevancia del franco como divisa internacional entre 1931 y 1935 (Vicquéry, 2021), volviendo a un *status quo* relativamente parecido a la preguerra, con alternancia del franco y la libra esterlina entre las divisas dominantes, si bien con el dólar ocupando una posición relevante también.

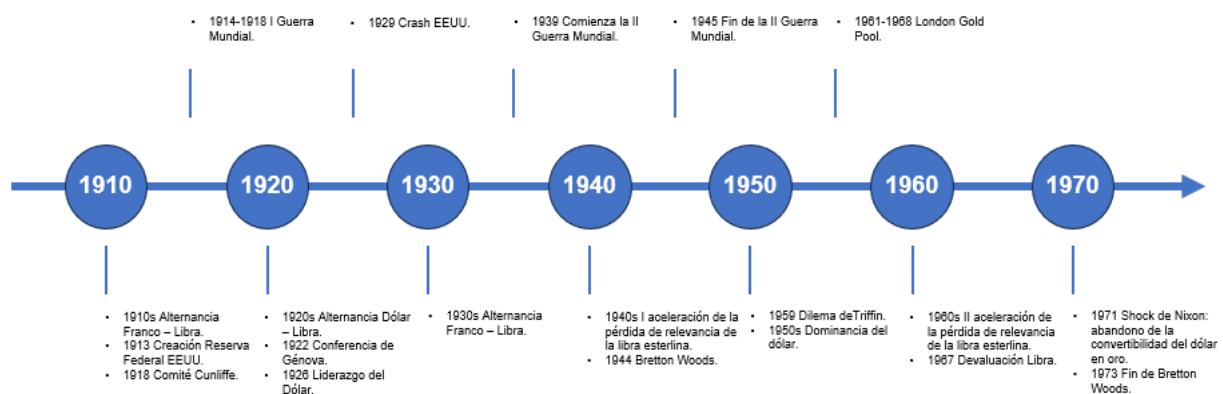
(Vicquéry, 2021; Eichengreen, 2023). Tras la nacionalización por parte de Egipto del Canal de Suez, el Reino Unido, Francia e Israel respondieron con la invasión del Sinaí para garantizar el libre tráfico por el canal. Esta acción fue rechazada por la comunidad internacional, especialmente Estados Unidos, que se negó a apoyar la libra esterlina hasta que las fuerzas británicas se retiraran de Egipto. Este episodio marcó un cambio significativo de la influencia geopolítica y económica del Reino Unido, acelerando el declive de la libra como divisa de reserva global dominante (Eichengreen, 2023).

En 1959 se planteó el conocido “dilema de Triffin” (Triffin, 1959 a través de Farhi y Maggiori, 2017), que aborda el conflicto al que se enfrenta una divisa que desempeñe a la vez un rol internacional y un rol doméstico. El primero de estos roles exige que la divisa de reserva tenga liquidez suficiente como para satisfacer su demanda. Pero esto implica que el país emisor debe endeudarse para mantener esta oferta, lo que en el largo plazo genera tensiones con los objetivos domésticos. El planteamiento propone, por tanto, que una creciente demanda extranjera de activos de reserva aumentaría lo suficiente como para provocar una crisis de confianza en Estados Unidos, forzando una devaluación del dólar.

En los años 60, la competencia creciente de las exportaciones europeas y japonesas afectó la posición de Estados Unidos en la producción global, disminuyendo la demanda de dólares e incentivando la convertibilidad en oro. En respuesta, se creó el London Gold Pool en 1961, formado por las autoridades monetarias de ocho países, acordando la reagrupación de oro para preservar el sistema de Bretton Woods.

Comienza entonces el segundo momento de aceleración de la pérdida de dominancia de la libra esterlina, en 1967. Persistentes déficits en la balanza de pagos, salidas netas de capital, presiones especulativas y los costos asociados con la defensa de la paridad de la libra con el dólar llevaron al gobierno británico a anunciar una devaluación en 1967. Tras la salida de Francia, el London Gold Pool colapsó finalmente en marzo de 1968 (Salazar, 2016).

Gráfico 11. Línea de tiempo de la dominancia del dólar.



Fuente: Elaboración propia.

El tiempo demostró que Triffin tenía razón. Ante la crisis total del sistema de Bretton Woods, la administración Nixon devaluó inicialmente el dólar frente al oro en 1971 (el "shock de Nixon") y, finalmente, abandonó la convertibilidad (en 1968 en los mercados privados, en 1971 para los bancos centrales) y permitió que el dólar flotara libremente en 1973, convirtiéndose así en la primera divisa dominante no respaldada por ningún activo físico.

Sin embargo, el movimiento hacia la preponderancia internacional del dólar se aceleró en el contexto del *shock* de Nixon de los 70. Por ejemplo, como hecho significativo que recuerdan Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2019), las divisas de regiones económicas como China, Hong-Kong o Singapur, tradicionalmente muy ligadas a la libra esterlina, anclaron rápidamente sus divisas al dólar durante el fin de Bretton Woods o los momentos inmediatamente posteriores.

Es cierto que, hasta entonces, como señala Gourinchas (2019), todas aquellas divisas que utilizaban la libra esterlina como unidad de cuenta, en realidad mantenían un ancla indirecta al dólar (a través del propio vínculo entre libra y dólar), pero no se debe obviar la significancia simbólica y práctica de la pérdida de la libra (y a favor del dólar) de uno de los usos principales del dinero: servir como unidad de cuenta.

Todo ello finalizó en una fuerte dominancia global del billete verde que, de acuerdo con autores como Vicquéry (2021), supone una anomalía histórica que se mantiene desde hace más de 50 años.

3.4. Razones tras la hegemonía del dólar.

Resulta llamativo que, aunque el final de Bretton Woods fuese provocado por una crisis del dólar, también diese paso al inicio de su hegemonía global, que continúa hasta hoy. En este sentido, en la década de 1970 el dólar se depreció frente a los principales socios comerciales más de un 20% (gráfico 12), pero, sin embargo, su peso internacional en todos los usos del dinero se incrementó hasta un punto en el que Mundell (1973), tal y como recuerda Gourinchas (2019), reconocía que el dólar estaba representando un papel mayor incluso que el que realizó en su momento el oro.

Parte de lo anterior podría explicarse por el inicio de la globalización tras el fin de las economías planificadas con la caída del bloque soviético en la década de 1980-1990. Sin embargo, esto tan sólo aceleró la tendencia iniciada desde Bretton Woods.

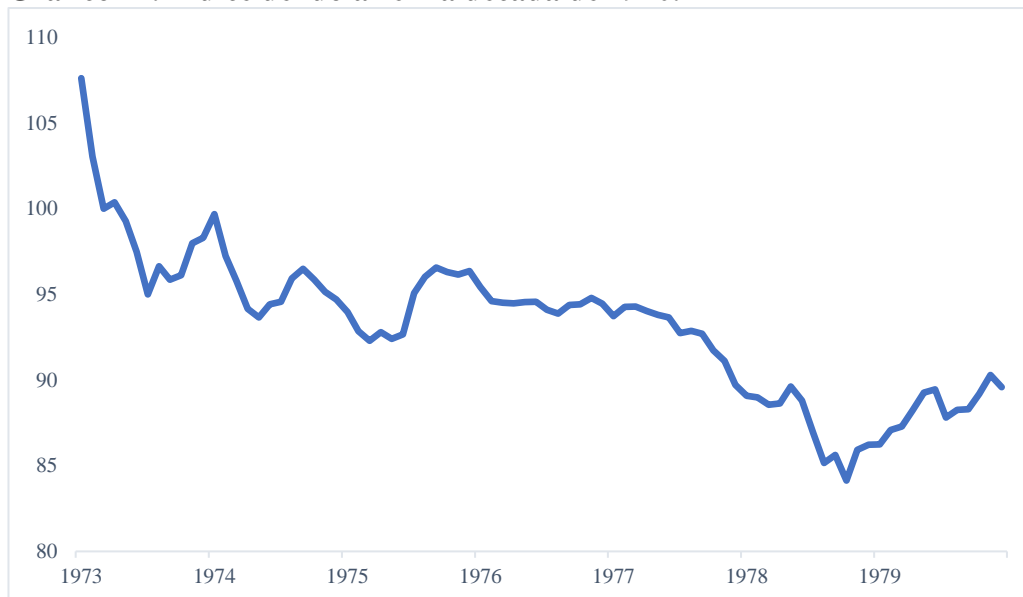
En este contexto, cabe plantearse qué motivos justifican esta relevancia internacional del dólar. La historia demuestra que una precondition necesaria para mantener la dominancia internacional de una divisa es que su región emisora disponga de un peso relevante en la economía y el comercio internacional, con una regulación abierta, estable y sin fuertes controles de capitales, permitiendo una convertibilidad de la divisa más sencilla y una profunda liquidez que genere confianza y estabilidad. Así mismo el sistema económico y político deben ser fiables, llevando a cabo políticas económicas prudentes (políticas fiscal y monetaria sin excesos). Todo lo anterior implica, en gran parte, voluntad política.

El dólar ha sabido combinar lo anterior con varios factores que se complementan y retroalimentan entre ellos.

En primer lugar, el tamaño, la fortaleza y la estabilidad política y económica de Estados Unidos permiten que cumpla la condición principal mencionada anteriormente. De acuerdo con los datos del Banco Mundial y de la OECD, Estados Unidos sigue siendo la principal potencia económica, representando casi un 15% de todo el PIB global, con un consumo que supone cerca del 30% de todo el consumo internacional. Mantiene una economía muy abierta (exportaciones más importaciones suponen más de un 25% del PIB), representando una parte sustancial del comercio internacional, con un significativo volumen de importaciones y exportaciones. Sus índices de calidad democrática y baja corrupción son de los más bajos del mundo (Our World in Data, 2023).

En segundo lugar, el estatus de divisa internacional dominante implica un uso masivo del dólar en la emisión de facturas, depósitos y créditos. Todo ello genera demanda o reclamaciones en la divisa, que tienen como contrapartida obligaciones y, por lo tanto, un déficit de la balanza comercial, que exige unos mercados de deuda líquidos y robustos (Thiagarajan *et al*, 2023).

Gráfico 12. Índice del dólar en la década de 1970.



Fuente: Fed, Macrotrends y elaboración propia.

Nota: El índice del dólar está compuesto por el cambio del dólar frente a los principales socios comerciales de Estados Unidos ponderados por importancia. El índice está ajustado para tener en cuenta la inflación de todas las divisas incluidas.

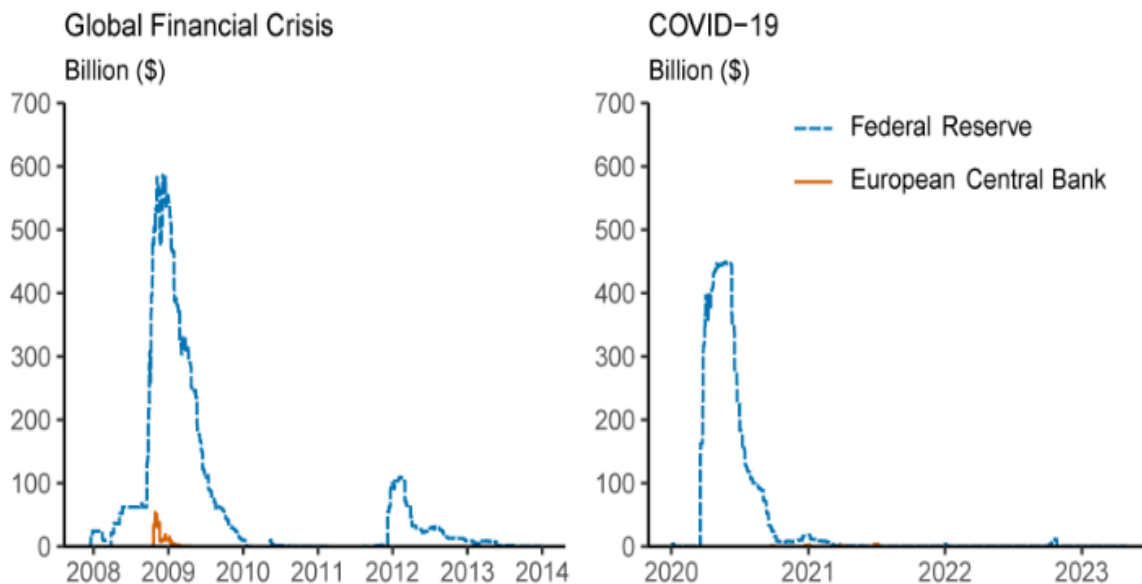
En este sentido, la capacidad de Estados Unidos de proveer activos seguros al resto del mundo es muy elevada. Ninguna otra divisa ofrece un volumen equivalente de productos financieros de bajo riesgo, lo que permite a las autoridades monetarias internacionales e inversores públicos y privados acumularlos como activos seguros (ver gráfico 6). De acuerdo con los datos del BIS, el tamaño de los mercados de renta fija en dólares estadounidenses es superior al de las cinco principales economías del mundo y más del doble que el siguiente (Europa).

Este punto anterior es quizá la mejor defensa para justificar una las causas principales causas que se sostienen para explicar la hegemonía del dólar: la falta de alternativas. Así, por ejemplo, Gourinchas (2019), afirma que el sistema monetario internacional evoluciona con el productor de activos seguros en el centro de forma natural y asimétrica.

Por otro lado, la Reserva Federal ha establecido dos programas para asegurar el suministro de dólares y mantener la estabilidad financiera global en momentos de tensión. El primero, durante la crisis financiera global de 2008 y la crisis del COVID de 2020 se establecieron líneas de *swap* con varios bancos centrales para asegurar el suministro de dólares y mantener la estabilidad financiera global. El segundo, existen herramientas como la facilidad de repo para entidades financieras internacionales (FIMA) y programas específicos que pueden implementarse en caso de nuevas emergencias financieras, para respaldar la estabilidad del sistema financiero y garantizar la liquidez en los mercados. Ambos programas se utilizaron ampliamente durante las últimas crisis. Aunque otros bancos centrales hayan establecido

programas parecidos, su bajo uso durante las crisis es otra demostración de la dominancia del dólar.

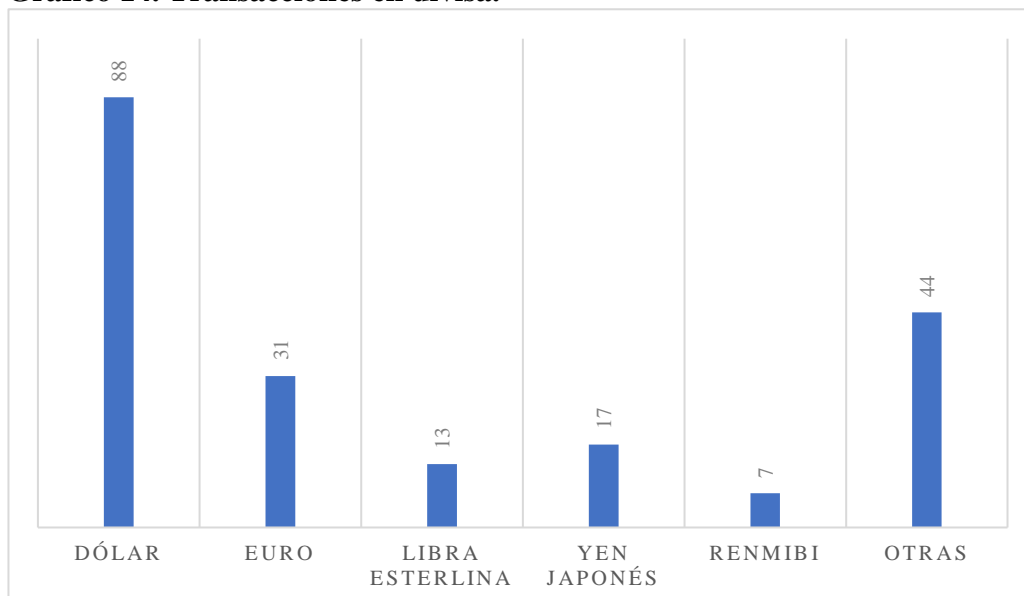
Gráfico 13. Uso de las líneas de swap de la Fed y BCE.



Fuente: Copiado de Bertaut, C., von Beschwitz, B. y Curcuru, S. (2023). "The International Role of the U.S. Dollar" Post-COVID Edition. FEDS Notes. US Federal Reserve. Disponible en <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-international-role-of-the-us-dollar-post-covid-edition-20230623.html> (última consulta 31/12/2023).

En tercer lugar, cabe añadir finalmente la existencia de otros factores que podríamos decir que forman parte de cierto efecto red al ser la divisa dominante. Por ejemplo, más del 80% de todas las transacciones de divisa, sean en *spot*, *swap* o *forward*, tienen al dólar en alguno de sus lados, de acuerdo con los datos del BIS.

Gráfico 14. Transacciones en divisa.



Fuente: BIS (Triennial Central Bank Survey of FX, OTC Derivatives Markets, 2022) y elaboración propia. Nota: Los porcentajes suman 200% porque cada transacción involucra dos divisas.

Uno de los motivos de lo anterior es que cerca del 40% de todas la operativa es cruzada ¹⁴, esto es, que utiliza el dólar como divisa vehicular intermedia (Somogyi, 2023). El motivo principal de esto es que el mercado en dólares es más líquido y, por lo tanto, los costes más reducidos.

Llegados a este punto, cabe advertir, como hemos visto anteriormente, que la historia demuestra que la pérdida de relevancia internacional de una divisa no es sólo consecuencia de hechos que ocurren fuera del control de su región económica. Por ejemplo, las medidas tomadas por el Reino Unido tras la primera guerra mundial y durante la Gran Recesión de 1929, permitieron que la libra esterlina recuperase y mantuviese su estatus preponderante hasta pasado Bretton Woods.

Los eventos ocurridos posteriormente estuvieron relacionados con la política (Segunda Guerra Mundial, Crisis del Canal de Suez) pero no fueron la causa principal de la pérdida de dominancia de la libra, sino las medidas económicas llevadas a cabo por el gobierno británico.

Por lo tanto, a pesar de las posibles amenazas a la hegemonía del dólar, gran parte de la desdolarización dependerá de la política económica que adopte Estados Unidos, principalmente en lo relacionado con la deuda, los déficits gemelos (déficit fiscal y por cuenta corriente), o la confianza en el sistema político y económico.¹⁵

En este sentido, el pasado agosto de 2023, la agencia de calificación de deuda Fitch rebajó la calidad crediticia de Estados Unidos desde el máximo nivel (AAA) hasta un escalón por debajo (AA+). Se unía así a S&P, que rebajó también en un grado la calificación crediticia de Estados Unidos en 2011. Moody's, la única gran agencia que no ha variado su posición, rebajó en noviembre su *outlook* a "negativo". Las tres agencias coinciden en el análisis: la vulnerabilidad institucional y de gobernanza de Estados Unidos en comparación con otras regiones que mantienen la máxima calificación (Bloomberg, 2023).

¹⁴ En la operativa cruzada de divisa, en lugar de convertir directamente la moneda local a la moneda objetivo, se utiliza una moneda intermedia para facilitar la transacción. Esta operativa se suele realizar por motivos de liquidez, menor volatilidad y menores costes transaccionales totales, normalmente.

¹⁵ Como recuerda Eichengreen (2023), la historia demuestra que no es la geopolítica la principal causa de la pérdida de dominancia internacional de las divisas.

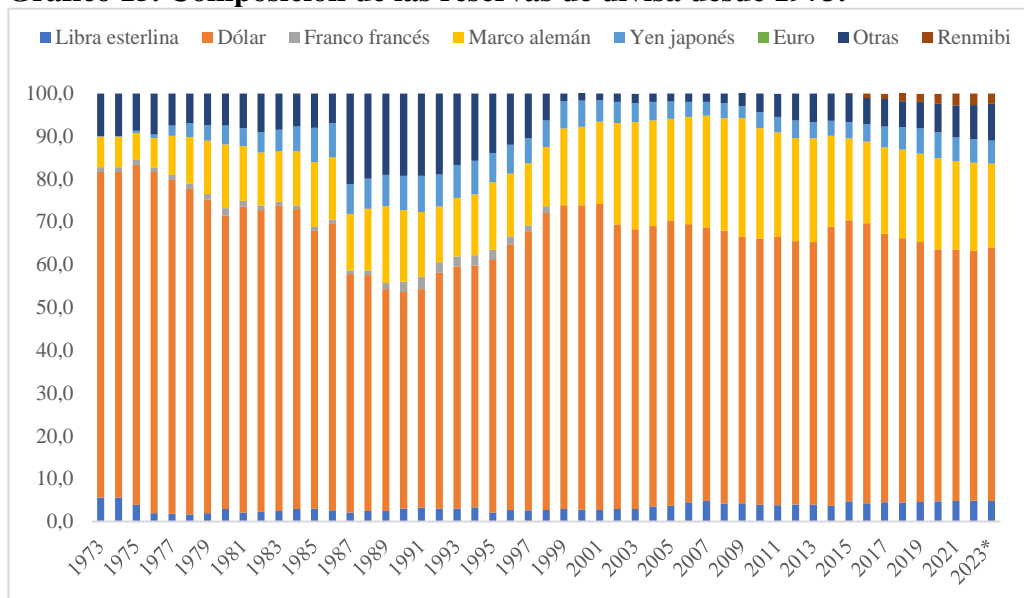
4. Lecciones del yen y del euro.

Motivado por los persistentes déficits comerciales, pérdidas de reservas de oro y presiones inflacionistas, Estados Unidos decide abandonar en 1971, unilateralmente, la convertibilidad del dólar.¹⁶ Aunque nunca existió una retirada formal, este hecho marcó el fin del sistema de Bretton Woods. Si bien se hicieron algunos intentos de reforma, en 1973 el actual sistema monetario internacional, basado en divisas *fiat*¹⁷ de libre flotación, reemplazó al anterior.

En este contexto inédito, el dólar ha mantenido su dominancia internacional, con una brecha elevada frente al resto de divisas. Tan sólo unas pocas regiones económicas se han llegado a ver como posibles rivales para esta dominancia. Entre ellas, el yen japonés y el marco alemán (después, el euro), a pesar de ser emitidas por potencias económicas y políticas, no han llegado a suponer una verdadera amenaza para la dominancia del dólar (Vicquéry, 2021).

Entender las causas de lo anterior puede permitir extraer conclusiones respecto a las condiciones que debe tener y acciones que debe realizar una posible alternativa.

Gráfico 15. Composición de las reservas de divisa desde 1973.



Fuente: Datos sobre la composición internacional de las reservas de divisa en el largo plazo. Datos anuales utilizados en Eichengreen, Mehl and Chitu, "How Global Currencies Work", 2020, FMI (COFER) y elaboración propia.

Nota: Datos hasta el 3T23. El EUR sustituye al marco a partir de 1999. El peso del renmibi es 0 hasta 2015.

4.1. El yen japonés.

El crecimiento de la economía japonesa después de la segunda guerra mundial fue extraordinario¹⁸. Su participación en el comercio internacional se había incrementado también

¹⁶ En el señalado anteriormente *shock* de Nixon. La Guerra de Vietnam y la mayor competitividad internacional también contribuyeron a los desequilibrios económicos estadounidenses.

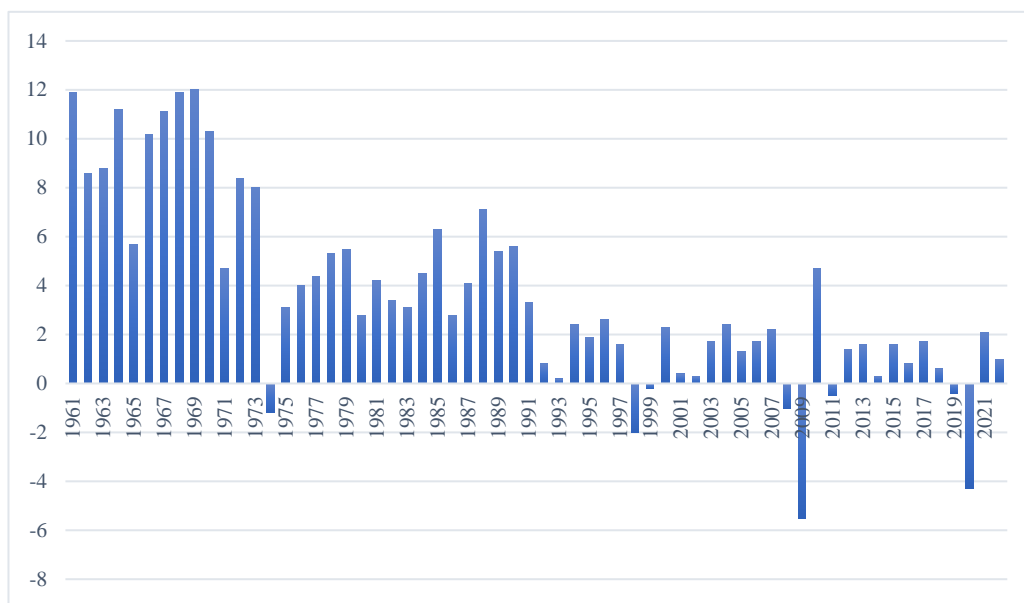
¹⁷ Es decir, sin respaldo físico y cuyo valor depende de la confianza en la entidad emisora.

¹⁸ En la década de 1960 el crecimiento promedio se situaba en torno al 10% y aunque se reduce en la década de 1970 y 1980, se mantuvo en tasas relativamente elevadas, en torno al 5%.

notablemente, alcanzando un superávit en la balanza de pagos a partir de la década de 1970. Surgía como una importante potencia regional, entre las principales economías mundiales.

Sin embargo, el yen japonés no llegó nunca a tener un rol prominente entre las divisas internacionales (Vicquery, 2021). Por ejemplo, respecto a su peso en las reservas de divisa extranjera, a pesar de cierto crecimiento rápido durante la década de 1970, alcanza el máximo entre las décadas de 1980-1990 para ir después perdiendo peso lentamente (ver gráfico 15).

Gráfico 16. Crecimiento del PIB en Japón.



Fuente: Banco Mundial y elaboración propia.

Nota: Crecimiento en porcentaje respecto al año anterior.

Hay principalmente dos explicaciones a lo anterior, cada una relacionada con uno de los periodos señalados anteriormente.

En primer lugar, como comentamos en el capítulo anterior y advierte Cohen (2009), obtener el rango de divisa dominante no depende sólo de variables económicas, sino también políticas. La voluntad política de obtener ese estatus es una condición necesaria. En este contexto, cabe recordar que Japón ha estado bajo la protección política estadounidense desde el final de la segunda guerra mundial. No hubiera sido comprensible, y probablemente tampoco justificable, poner en riesgo dicha situación.

En segundo lugar, desde la década de 1990 la economía nipona está relativamente estancada, con un crecimiento promedio entre 1992-2022 sólo ligeramente superior al 0,75%.

Impulsada principalmente por una política monetaria laxa desde el Banco de Japón, una elevada desregulación, expansión del crédito y el elevado crecimiento que vimos anteriormente desde el final de la guerra mundial, el valor de los inmuebles japoneses había venido subiendo de forma desmesurada. En 1989, el valor del suelo japonés superó en cuatro veces al de todo el territorio de los Estados Unidos (que es 25 veces más extenso), el valor de sólo una zona en el centro de Tokio, Chiyoda-ku, era superior al de todo el inmobiliario de Canadá (Cutts, 1990). Lo anterior se reflejó también en los mercados financieros, siendo el más representativo el fuerte ascenso del índice Nikkei, que se multiplicó casi por cuatro veces entre 1985 y 1989, momento en el que esta *burbuja* llegó a su fin.

A finales de la década de 1980 y en un contexto de endurecimiento de la política monetaria por parte del Banco de Japón, el precio de los activos comenzó a dar señales de agotamiento y en 1990 la *burbuja* estalló llevando a una profunda recesión y sumiendo a Japón en un entorno de estancamiento económico conocido popularmente como la “década perdida”. Esto ha influido, lógicamente, de forma notable en la confianza de los inversores en el yen japonés, siendo una de las principales causas de su pérdida de importancia global desde 1990.

Además de las dos causas anteriores, es relevante destacar que Japón cumple, si bien en menor medida que Estados Unidos, con el complicado requisito que señalamos en el capítulo tres de tener una oferta de activos de bajo riesgo denominados en yenes (por ejemplo, deuda pública), sin embargo, el 43,3% de la misma está en manos del Banco de Japón, de acuerdo con los datos de la autoridad monetaria (marzo de 2023), lo que limita esta ventaja.

Finalmente, las numerosas intervenciones en el mercado de divisas por parte tanto del Banco de Japón como del Ministerio de Finanzas demuestran que las autoridades las consideran un instrumento de política económica, restando credibilidad al sistema de flotación libre y añadiendo incertidumbre, en consecuencia, a la evolución del tipo de cambio.

4.2. El euro.

Desde Bretton Woods, el continuo ascenso de la dominancia internacional del dólar no tuvo ningún competidor hasta 1970. A partir de entonces, la historia de la competición internacional de divisas es la historia entre la hegemonía del dólar y el marco alemán primero y el euro después (Vicquery, 2021).

Entre 1973 y 1999 (entrada en vigor del euro), el marco supuso el 12,5% (promedio) de las reservas oficiales de divisa, frente al 65,8% del dólar. Desde 1999, el euro supone, en promedio, el 22,4%, si bien con dos periodos diferenciados: hasta la crisis de 2010 y después. El peso del dólar, por su lado, ha sido en promedio del 63,8%, similar al periodo previo, aunque con cierta tendencia a la baja los últimos años.

A partir de la década de 1970, Alemania realiza un esfuerzo para incentivar el uso del marco, con cierta liberalización del mercado de capitales, revaluación (en 1969) y la creación del Sistema Monetario Europeo (SME).¹⁹ En este contexto, el marco incrementó su peso en las reservas internacionales desde el 3,1% en 1970 hasta el 12,5% en 1979 (Eichengreen, Mehl, y Chițu, 2020). Después de sucesivas revalorizaciones, llegó a alcanzar el 15,2% a mediados de 1980, coincidiendo con los acuerdos monetarios Plaza y Louvre (Vicquery, 2021).²⁰

A finales de la década de 1980, la hipótesis de dominancia del marco toma relevancia (Giavazzi y Giovannini, 1988 a través de Vicquery, 2021), especialmente tras un máximo en las reservas internacionales del 16,8% y un mínimo del dólar del 50,6%, ambos en 1990.

Sin embargo, en 1992, la elevada tensión en los tipos de cambio de los países componentes del SME, especialmente la libra esterlina y la lira italiana, finalizó en la devaluación y retirada temporal de la libra del sistema, evidenciando debilidades en la coordinación de las políticas

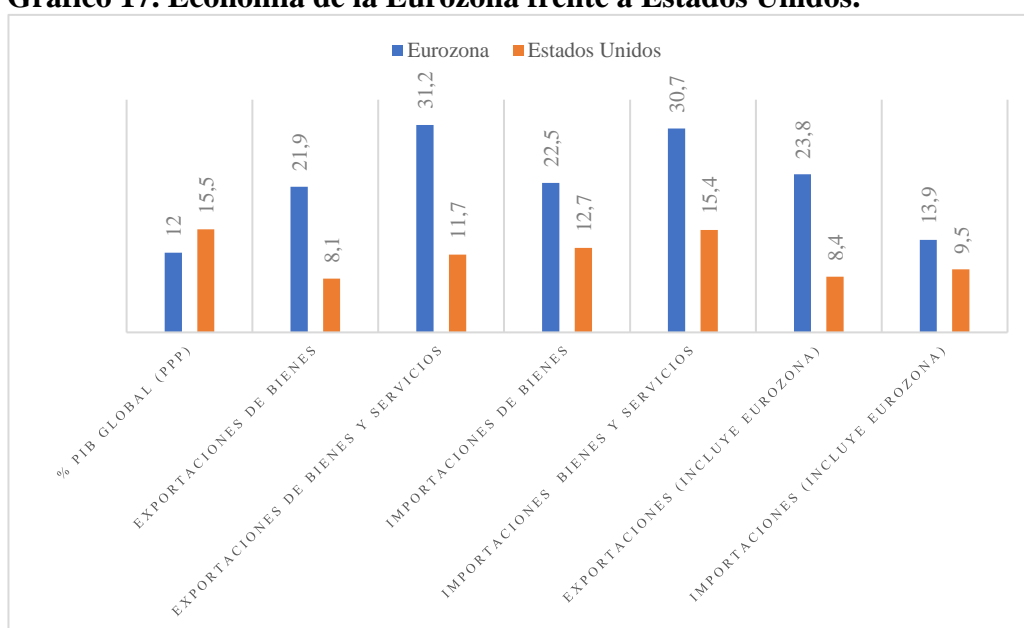
¹⁹ El SME es un sistema establecido en 1979 para fomentar una mayor cooperación en las políticas monetarias entre los miembros de la Comunidad Europea.

²⁰ Los acuerdos Plaza y Louvre son pactos informales alcanzados en 1985 y 1987, respectivamente, entre Estados Unidos, Japón, Alemania Occidental, Francia y el Reino Unido para la depreciación del dólar en el del Plaza y la estabilización de los tipos de cambio en el del Louvre, para contrarrestar la depreciación excesiva del dólar que había ocurrido previamente.

monetarias entre sus países miembros. Esto es coetáneo con el estallido de la burbuja japonesa que comentamos anteriormente. El dólar entonces recuperó rápidamente su peso hasta situarse en el 71% sólo ocho años después.

El establecimiento del euro en 1999 supuso una nueva caída de peso del dólar, si bien es cierto que ambas divisas (tanto euro como dólar) han perdido relevancia desde entonces. La Eurozona, con un población y peso en el crecimiento mundial relativamente similar al de Estados Unidos, es una economía abierta que mantiene una importancia significativa en el comercio global, donde supera a Estados Unidos. Con políticas macroeconómicas estables y formada por un grupo de países con altos de niveles de calidad democrática e instituciones fiables (Our World in Data, 2023), su divisa, el euro, es, de hecho, el único rival para la hegemonía global del dólar.

Gráfico 17. Economía de la Eurozona frente a Estados Unidos.



Fuente: BCE, BIS, Visual Capitalist y elaboración propia.

Nota: EE. UU. convertido a euros utilizando la paridad de poder adquisitivo de la OECD. PIB como porcentaje del PIB global, exportaciones e importaciones como porcentaje del PIB de la Eurozona. Datos 2022.

En este sentido, el índice de uso internacional del euro ocupa el segundo lugar, si bien a una distancia notable del dólar ²¹ (ver gráfico 2).

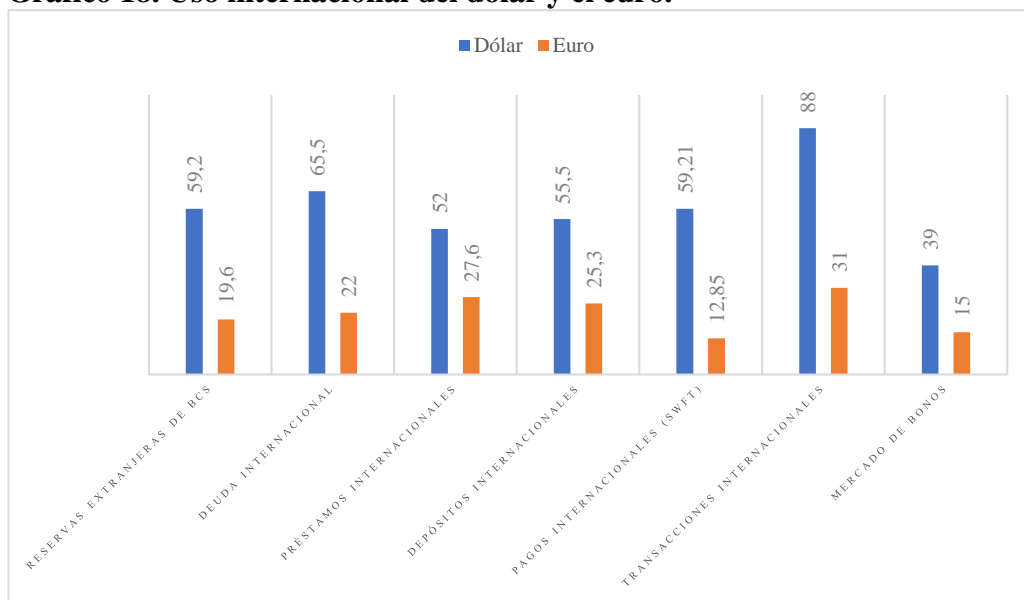
Como medio de pago, destaca especialmente la relevancia local del euro en la región europea, donde es con diferencia, la divisa dominante. Lo anterior demuestra la posible coexistencia de diferentes dominancias regionales y podría adquirir mayor importancia en un mundo fragmentado políticamente (Den Besten, Di Casola y Habib, 2023). En este sentido, Mehl y Mlikota (2023) subrayan las consecuencias que pueden tener los *shocks* de comercio en el sistema monetario internacional. Una fragmentación del comercio global que derive en relocalizaciones de los socios comerciales por bloques (*friendshoring*) puede conllevar a un

²¹ Aunque el índice de competencia Herfindahl-Hirschman se mantenga en niveles en línea con la historia desde 1820 en la competición internacional de divisas, el rango entre la divisa principal y su competidora más relevante se sitúa cercano a los máximos de la historia, algo que, por otro lado, ocurre desde Bretton Woods (Vicquéry, 2021).

comercio regional más fuerte. En el caso del continente europeo, lo anterior pesaría positivamente sobre la relevancia del uso internacional del euro.

El uso del euro en las operaciones bancarias internacionales y en las transacciones internacionales de divisa, es también elevado, si bien en todos los casos inferior al del dólar.

Gráfico 18. Uso internacional del dólar y el euro.



Fuente: BCE, FMI COFER, BIS Triennial Central Bank Survey of FX, OTC Derivatives Markets, SWIFT, Visual Capitalist y elaboración propia.

Nota: Los datos están en porcentaje (%) sobre el total de divisas. En transacciones, los porcentajes suman 200% porque cada transacción involucra dos divisas. Últimos datos disponibles en todas las medidas (2022-2023).

Como unidad de cuenta, además de en los 20 estados miembros, el euro sirve como moneda oficial, de hecho, ancla, o parte de una cesta en diferentes regiones tanto dentro como fuera de la Unión Europea. A pesar de lo anterior, y de su extensión a lo largo de la geografía global, el peso de las regiones fuera de la zona euro en la economía global no es muy significativo y aquellas donde sí, utilizan una cesta donde el peso de la divisa única europea no es el más relevante o es muy reducido frente al dólar.

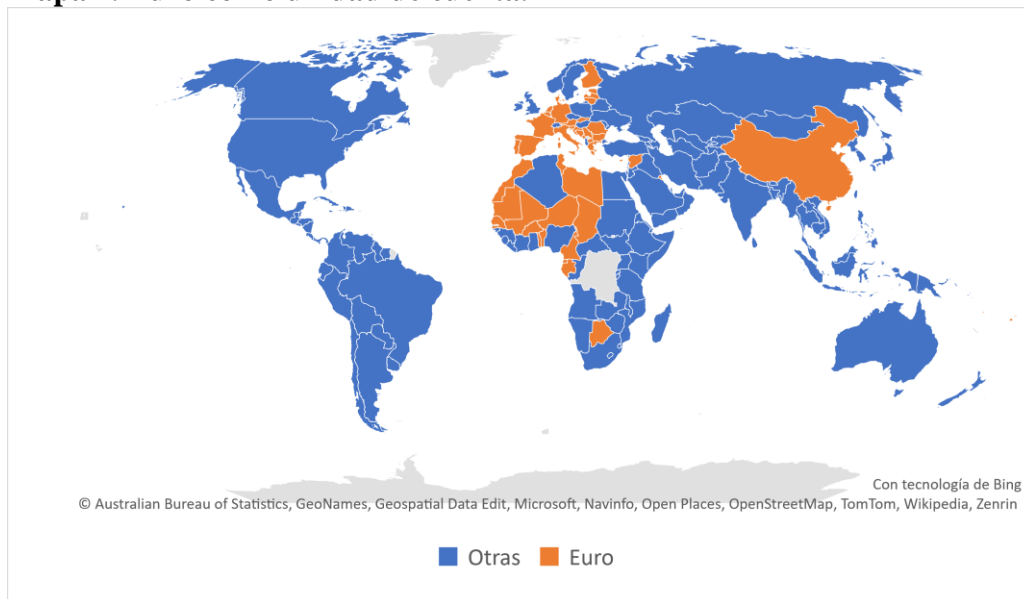
Una vez mostrado el segundo lugar en dominancia internacional en prácticamente todas las funciones del dinero (como reserva de valor, medio de pago o unidad de cuenta), es pertinente preguntarse qué motivos han impedido al euro adquirir un papel internacional más relevante. Entre ellos, cabría destacar principalmente dos: la fragmentación política y fiscal de la zona euro y la falta de liquidez de los mercados financieros.

A pesar de diferentes esfuerzos y exigencias de las autoridades europeas para que los países de la Eurozona mantengan una política económica y fiscal prudentes, el euro se introdujo sin una autoridad fiscal común. La ausencia de política fiscal coordinada limita la capacidad de respuesta a crisis económicas, debilitando la confianza en la estabilidad de la zona euro.

Esto quedó patente tras la crisis del euro de 2010.²² La pérdida de relevancia internacional del euro desde entonces ha sido lenta pero constante (Maggiore, Neiman y Schreger, 2018).

²² Tras la Gran Recesión de 2008, la revelación de enormes deudas soberanas en algunos países de la Eurozona resultó en una importante crisis de confianza en la sostenibilidad fiscal de la región, dificultando la

Mapa 2. Euro como unidad de cuenta.



Fuente: BCE y elaboración propia.

Relacionado con lo anterior, se encuentra la falta de oferta de activos seguros. A pesar de ser el segundo mercado de renta fija en importancia, no rivaliza con la profundidad y la liquidez de los denominados en dólares (Thiagarajan, 2023). Además, el activo más seguro de la región (Bund alemán), pertenece a una economía adherida a la austeridad fiscal hace décadas, como recuerdan (Geering, Krys y Born, 2023).

Un ingrediente fundamental para incrementar el peso internacional del euro es tomar medidas encaminadas a incrementar dicha oferta. La creación de un instrumento de deuda pública como el eurobono podría ser una solución para lo anterior, significando además un golpe sobre la mesa de los países de la Eurozona en favor del euro (García-Purriños, 2010)

No obstante, para ello sería necesario determinar previamente diferentes medidas automáticas de ajuste fiscal, creíbles y sostenibles (Gräb, Kostka y Quint, 2019). Pero, sin duda, en el largo plazo, tan sólo una autoridad fiscal con objetivos comunes para todos los miembros del euro crearía la suficiente confianza en la divisa europea.

Aunque seguramente de menor importancia, también cabría destacar el hecho de que la alianza política entre Estados Unidos y Eurozona impida considerar al euro como una divisa que diversifique el papel del dólar en una cartera de activos seguros, especialmente en los *shocks* con componente geopolítico, como el del conflicto entre Ucrania y Rusia de 2022.

En suma, llegamos de nuevo a la conclusión de que la dominancia internacional de una divisa no se obtiene o pierde tan sólo por eventos geopolíticos. Así, el incremento del papel internacional del euro será probablemente una consecuencia de la voluntad política expresada a través de las reformas necesarias para hacer que la Eurozona funcione de manera más efectiva para todos sus miembros.

refinanciación de la deuda pública de algunos países que precisaron asistencia externa. La crisis, con consecuencias económicas, políticas y sociales que se mantienen hasta hoy, hunde las raíces de sus causas en la misma creación del euro y la falta de mecanismos de ajuste o una autoridad fiscal común (Gibson, Palivos y Tavlas, 2014).

5. Alternativas a la dominancia del dólar.

A lo largo de la última década, diversas alternativas podrían desafiar la hegemonía del dólar. Estas podrían tomar la forma de divisas, tanto tradicionales como digitales, de una cesta de divisas o de un activo físico como el oro. Cada una de ellas tiene sus ventajas e inconvenientes y sus propios problemas para ser una alternativa creíble, normalmente relacionados con la posibilidad de ofrecer una cantidad de activos seguros suficiente para satisfacer las necesidades de la demanda de activos de reserva.

5.1. El renmibi.²³

Con un crecimiento anual promedio de su Producto Interior Bruto cercano al 10% durante los últimos 40 años, China ha emergido como una potencia económica, alcanzando la segunda posición mundial (la mayor en paridad de poder adquisitivo, de acuerdo con los datos de la OECD, representando casi el 19% del PIB global). El comercio internacional ha sido fundamental para este crecimiento: China es el mayor exportador mundial y el segundo mayor importador.

Esto ha llevado a especulaciones sobre el eventual surgimiento del renmibi. Sin embargo, respecto a su peso en la economía, es destacable la poca relevancia de la divisa en el contexto internacional. Las autoridades chinas están llevando a cabo una política de internacionalización del renmibi durante las últimas décadas, especialmente intensa desde 2015, cuando el FMI aceptó que fuera parte de la cesta a la que se vinculan los derechos internacionales de giro (SDR).²⁴

En general, la mayoría de ellas están encaminadas a conseguir una mayor relevancia de la divisa china en el comercio internacional, es decir, incrementar su uso como unidad de cuenta, pero especialmente como medio de pago. En este sentido, las autoridades están centrando sus esfuerzos principalmente en dos frentes: llegar a acuerdos con sus principales socios comerciales para facturar las transacciones en renmibi y crear una plataforma de pagos propia (Nelson y Sutter, 2021).

En cuanto al primer punto, China ha alcanzado desde 2009 numerosos acuerdos bilaterales para facturar el comercio en renmibi. Esto se ha intensificado notablemente en dos oleadas, la primera desde 2014, con la aceleración de la desdolarización en Rusia tras el inicio del conflicto en Ucrania y el establecimiento de sanciones y la segunda a partir de 2022, tras la intensificación de dicho conflicto y el incremento de las sanciones.

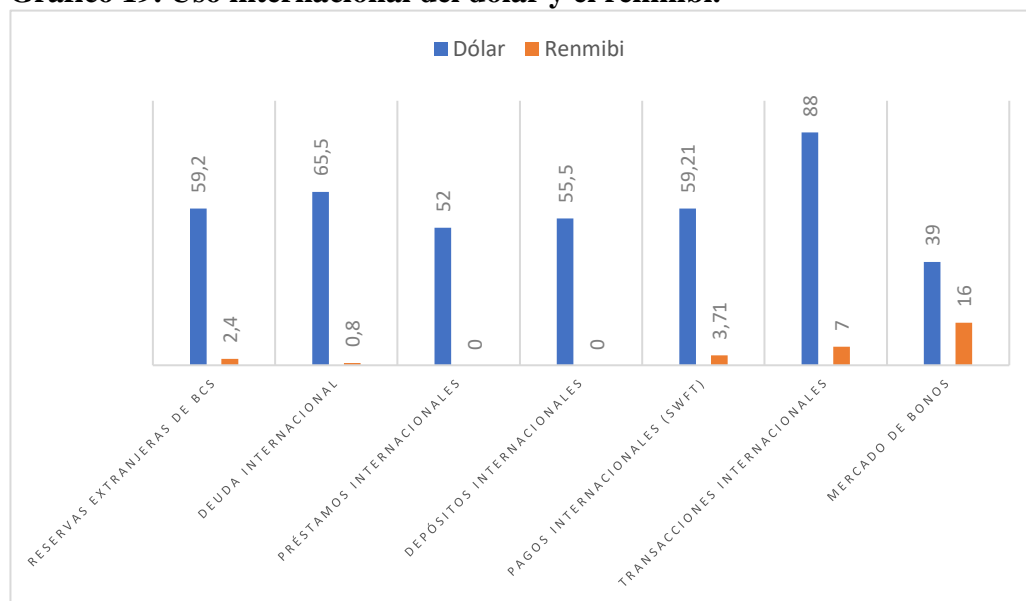
Destacan, especialmente, por su simbolismo, los acuerdos alcanzados con diferentes productores de petróleo para liquidar la operativa en renmibi, lo que se ha denominado como petroyuán, en referencia a la política de petrodólares llevada a cabo por Estados Unidos en la década de 1970, en el contexto de la crisis del petróleo, cuando la mayoría de los países de la OPEP (Organización de Países Exportadores de Petróleo) acordaron vender su producción

²³ La distinción entre "renminbi" y "yuan" radica en que el primero constituye el nombre oficial de la moneda de la República Popular China, traducándose literalmente como "moneda del pueblo", y se emplea para referirse al sistema monetario en su conjunto. Por otro lado, "yuan" representa la unidad fundamental de esta moneda, utilizándose para denotar cantidades específicas.

²⁴ Así, en el 13 plan quinquenal, del mismo año, se indicó explícitamente la intención de crear medidas para promover la internalización del renmibi (Chen, 2023).

exclusivamente en dólares. Este acuerdo contribuyó significativamente a la demanda global del dólar y fortaleció su posición como la principal divisa de reserva internacional.

Gráfico 19. Uso internacional del dólar y el renmibi.



Fuente: BCE, FMI COFER, BIS Triennial Central Bank Survey of FX, OTC Derivatives Markets, SWIFT, Visual Capitalist y elaboración propia.

Nota: Todos los datos están en porcentaje (%) sobre el total de divisas. En transacciones, los porcentajes suman 200% porque cada transacción involucra dos divisas. Últimos datos disponibles (2022-2023).

Siendo China uno de los actores más relevantes en el mercado de la energía y habiendo conseguido ya acuerdos de este tipo con Rusia, Irán o Venezuela, es interesante el potencial de esta política. No obstante, la mayoría de los productores de petróleo del golfo pérsico mantienen divisas ligadas al dólar, en la que realizan la gran mayoría de transacciones (Blas, 2023).

También destaca la iniciativa conocida como “One Belt One Road” (OBOR), un ambicioso proyecto de desarrollo y conectividad que comenzó en 2013.²⁵ La significancia de este proyecto para el renmibi tiene dos objetivos. En primer lugar, las empresas con orientación internacional que dominan un mercado tienen poder para decidir en qué divisa facturan. En segundo lugar, la iniciativa OBOR permite a corporaciones e instituciones financieras emitir deuda de alta calidad en renmibi (Chen, 2023).

También en 2015, China impulsó el CIPS, una alternativa a SWIFT para el pago en renmibi. Esta plataforma de procesamiento de pagos interbancarios está respaldada por el Banco Popular de China y trabaja junto con SWIFT para adoptar los estándares de comunicación internacionales. Tiene la intención de incrementar la liquidez del renmibi, reducir los costes

²⁵ Bajo el simbolismo de revitalizar la antigua ruta comercial de la seda, la iniciativa consta de dos partes principales: el "Cinturón Económico de la Ruta de la Seda" y la "Ruta de la Seda Marítima del Siglo XXI". El Cinturón Económico abarca regiones terrestres y conecta China con Europa a través de Asia Central y del Sur, mientras que la Ruta de la Seda Marítima se centra en las conexiones marítimas desde China a través del Sudeste Asiático hasta África y Europa. Esta iniciativa implica inversiones significativas de China en cinco ámbitos, principalmente infraestructura, persiguiendo los objetivos de mejorar las relaciones políticas, culturales y comerciales entre los países participantes.

de las transacciones y liquidaciones, así como facilitar la operativa en la divisa. Igual que SWIFT, CIPS actúa como un sistema de compensación y liquidación (con actividades de *clearing* y de mensajería), para transacciones en renmibi realizadas fuera de China, reduciendo la dependencia de sistemas de compensación de terceros y facilitando el comercio y las inversiones en esta divisa.

En este mismo sentido, China ha desarrollado una divisa digital, el e-yuan, emitida por la autoridad monetaria, similar a las cuentas de depósito, pero con la intención de facilitar los pagos en renmibi de forma transparente, reduciendo costes y eliminando intermediarios.

Los esfuerzos de China para internacionalizar su divisa como medio de pago podrían tener un éxito, al menos limitado. Como hemos comentado en el caso del euro, las divisas, especialmente las de economías con fuerte importancia en el comercio regional, pueden adquirir dominancia dentro de un área de influencia.

En este contexto, la historia demuestra que el primer paso para ser considerada como reserva de valor es adquirir relevancia en el comercio internacional. Así mismo, como señalan Eichengreen *et al* (2022), los bancos centrales comerciales tienden a incrementar su exposición a las divisas de sus socios comerciales. Sin embargo, como también señalan estos autores, es importante destacar que no es lo mismo acumular reservas que desear mantenerlas. Esto ocurre solo cuando existe confianza y liquidez en la divisa de reserva.

En este sentido, las autoridades chinas han tomado medidas encaminadas en dos objetivos: incrementar la liquidez del renmibi en los mercados *offshore* y crear de líneas de *swap* con diferentes bancos centrales.

Respecto al primer punto, un incremento de los pagos renmibi requiere el desarrollo de una infraestructura que lo permita. Además del CIPS comentado anteriormente, China ha designado numerosos bancos de compensación en 25 economías fuera de su territorio. Esto permite llevar a cabo operativa en tiempo real en renmibi durante prácticamente las 24 horas del día, permitiendo a casi mil instituciones financieras extranjeras liquidar renmibi directamente con los bancos de compensación locales, lo que simplifica notablemente la operativa (Pérez-Saiz y Zhang, 2023).²⁶

En cuanto al segundo punto, el Banco Popular de China ha alcanzado numerosos acuerdos bilaterales de intercambio (líneas de *swap*) con otros bancos centrales. Aunque muchos de estos acuerdos sean con países emergentes, reflejando el potencial de dominancia regional que comentamos antes, también el Banco Central Europeo o el Banco de Inglaterra mantienen este tipo de acuerdos. Hasta 2022, hay 38 líneas de intercambio bilaterales pendientes, que ascienden a alrededor de 4 billones de renmibi (Pérez-Saiz y Zhang, 2023).

Hasta ahora, la activación de las líneas de intercambio en renmibi ha sido limitada, aunque la existencia de estas genera cierta confianza y reduce la percepción de los inversores respecto al riesgo de crédito, proporcionando una red de seguridad. Son así herramientas importantes para abordar problemas temporales de liquidez y estabilizar los sistemas financieros, especialmente en momentos de crisis económica o volatilidad del mercado. Con todo, estas

²⁶ En este contexto, la creación del renmibi offshore (CNH) en 2010, que se negocia y se liquida en el exterior, permite a China expandir su influencia económica internacional al facilitar el comercio y las transacciones financieras a empresas e inversores en renmibi en los mercados extranjeros, con menores controles que los aplicados a la divisa *onshore* (CNY), que tiene por ejemplo bandas y límites de cotización. La pregunta, en todo caso es qué tamaño máximo será necesario para permitir la internacionalización del renmibi y hasta qué punto están dispuestas las autoridades chinas a dar liquidez a este mercado

líneas no son permanentes ni ilimitadas, lo que supone cierta desventaja frente a, por ejemplo, las de la Reserva Federal.

Los límites de ambas propuestas (mercados *offshore* y *swaps*) dependen de cuánto pretendan las autoridades chinas liberalizar los flujos de capitales. En este contexto, el propio Banco Popular de China, como señalan Eichengreen et al (2022), reconoce que su intención es mantener un balance entre desarrollo y seguridad. En la misma línea, Chen (2023) subraya los riesgos que supondría una entrada y salida ilimitada de flujos en la economía, entre los que se encuentran la volatilidad financiera y de tipo de cambio, generando inestabilidad y desigualdades económicas, tal como podría demostrar el ejemplo de Japón, comentado anteriormente.

En todo caso, aunque el FMI prohíbe las restricciones de las transferencias entre países, no restringe la libertad de los países respecto al grado de libertad de flujo de capitales, tan sólo sugiere que se controlen lo menos posible. En este contexto, las autoridades chinas han ido relajando estos controles durante los últimos años, pero aun de forma insuficiente, especialmente comparado con otras regiones cuyas divisas podrían ser consideradas como alternativas a la hegemonía del dólar. Este es el principal argumento frente a la consideración del renmibi como una alternativa creíble como divisa de reserva internacional en el corto plazo.

Sin embargo, sí existe una posibilidad, tal y como señalan Eichengreen *et al* (2022), que implicaría una peculiar relación entre renmibi y dólar, que seguiría manteniendo un papel importante. Este camino supondría que a la vez que el renmibi chino consigue cierta dominancia como medio de pago y unidad de cuenta, mantuviese una importante parte de sus reservas en dólares, para garantizar así la estabilidad del tipo de cambio. Esto solucionaría en parte el problema de los controles de flujos de capitales, permitiendo que los inversores mantuviesen su apetito por tener renmibi, pero permitiendo a la vez a las autoridades chinas mantener el control sobre el tipo de cambio.

Lo anterior también tiene sus desventajas, tanto para China como para Estados Unidos, como contraparte. Principalmente, que se crearía una dependencia mutua entre ambas regiones económicas.

Eichengreen *et al* (2022) realizan una analogía de esta relación de dependencia con la relación del dólar y el oro durante el sistema de Bretton Woods. La convertibilidad del dólar en oro entonces era importante para su internalización, ya que mantenía la confianza en el billete verde, aunque los inversores privados no podían realizar dicha conversión en los bancos centrales. Así podría ser el sistema chino, con un respaldo no convertible para inversores privados, pero que generase la confianza necesaria. Sí que se podía hacer esta conversión en los mercados privados, como en el caso del oro el de Londres, que actuaba como barómetro de la confianza en el sistema (paralelo a la cotización del CNH descrita anteriormente).

En el mismo sentido, Gourinchas (2019) recuerda el episodio, comentando en tercer capítulo, en el que la libra esterlina era utilizada como unidad de cuenta en algunas regiones debido a vínculos políticos, históricos o comerciales, pero en realidad se trataba de un vínculo indirecto (*shadow anchoring*, en palabras de Gourinchas) con el dólar. Del mismo modo, el renmibi podría obtener relevancia en cualquier uso del dinero, aunque, en última instancia, existiese un vínculo con el dólar.

En suma, las autoridades chinas tienen la voluntad de internacionalizar el renmibi, algo que podría ser posible como medio de pago y unidad de cuenta, pero complicado como reserva de

valor, al menos en el medio plazo, si no se dan los pasos necesarios para la liberalización del flujo de capital y se permite la libre cotización de la divisa china. Esto último tendría riesgos, que no parece que las autoridades estén dispuestas a asumir. Sin embargo, existe un camino propio para el renmibi, que exigiría una convivencia con el dólar.

5.2. Otras alternativas en divisa.

Existen otras opciones dentro del universo de las divisas que podrían convertirse en alternativas creíbles para la hegemonía del dólar como divisa dominante global. Cabría destacar principalmente tres opciones: los Derechos Especiales de Giro (SDR), una cesta de divisas respaldada por el Fondo Monetario Internacional (FMI); la creación de una divisa por parte de los países BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica); así como la consideración de otras divisas no tradicionales que podrían plantear cierto desafío al *status quo* monetario.

5.2.1. Derechos especiales de giro (SDR del FMI).²⁷

Tras la Gran Recesión de 2008, se creó una comisión de estudio liderada por el exgobernador del Banco Mundial y premio nobel de economía, Joseph Stiglitz para analizar si los derechos especiales de giro (SDR) del FMI podrían ser alternativa a la hegemonía del dólar (Cohen, 2009).²⁸

La principal ventaja de utilizar los SDR actualmente es que resolverían la dicotomía entre economía nacional y estabilidad global a la que se enfrenta una divisa dominante que pertenezca a una región económica determinada. Sin embargo, para ser considerados globalmente, necesitarían cumplir las funciones del dinero (reserva de valor, ser aceptados como medio de pago y unidad de cuenta). Actualmente, no se emite moneda física ni pueden ser utilizados directamente para transacciones comerciales.

Pero lo más importante es que necesitan liquidez, para lo que sería necesario un mercado de activos seguros denominado en SDR. Actualmente, el mercado de bonos emitidos por el FMI es muy pequeño (FMI, Cohen, 2009).

5.2.2. Divisa BRICS.

Concebido inicialmente en 2001 por el entonces presidente de Goldman Sachs, Jim O'Neill, el término BRIC englobaba un grupo de economías emergentes que se identifican como claves para el futuro de la economía y de la política global (Brasil, Rusia, India y China). En

²⁷ Los Derechos Especiales de Giro (SDR) fueron creados para complementar las reservas oficiales de los países miembros y proporcionar liquidez adicional al sistema monetario internacional. No puede considerarse como una divisa, sino que su valor se estima a través de una cesta que incluye al dólar, el euro, el renmibi chino, el yen japonés y la libra esterlina, con pesos revisables quinquenalmente dependiendo de su relevancia en el comercio internacional. Los miembros del FMI pueden utilizar estos Derechos para realizar transacciones entre ellos y con FMI, además de intercambiarlos por otras divisas convertibles.

²⁸ Esta idea no es nueva. El sistema de Bretton Woods no contaba con el consenso positivo de todos los economistas. Desde el inicio, existió una alternativa, conocida como el "Plan Keynes", que consistía en la creación de una Unión Internacional de Compensación con la función de permitir a los países con cuenta corriente deficitaria pagar a sus acreedores en una divisa de nueva creación a la que denominó bancor. El resto de las divisas se vincularía al bancor, y no al dólar (Urquidí, 1994).

2006, los ministros de exterior de estos países comenzaron una serie de reuniones, en 2009 se realizó la primera cumbre formal y en 2010 se estableció el grupo como entidad supra gubernamental, con la adhesión de Sudáfrica, ampliando así el acrónimo hasta BRICS. En agosto de 2023, se decidió invitar a nuevos miembros, escogidos entre los países en desarrollo: Argentina, Egipto, Etiopía, Irán, Arabia Saudí y Emiratos Árabes.

Desde su primera cumbre, el grupo aspira a la creación de una divisa que compita globalmente con la hegemonía del dólar. Aunque la propuesta no es por ahora más que una idea hipotética, cabe plantearse hasta qué punto podría tener éxito y cuáles serían los principales problemas a los que se enfrentaría de llevarse a la práctica.

Respecto a su uso como medio de pago o unidad de cuenta, es imprescindible destacar primero los esfuerzos que se han ido llevando a cabo en este tema en las diferentes cumbres entre estos países y las instituciones derivadas de las mismas. Por ejemplo, desde la cumbre de 2015 y en el contexto de las primeras sanciones a Rusia con el inicio del conflicto con Ucrania en 2014, los países miembros comenzaron a desarrollar alternativas al sistema SWIFT de pagos. En este contexto, todos los miembros tienen ya sus propios sistemas desarrollados y en marcha, si bien la plataforma SWIFT sigue liderando los pagos internacionales, al menos de acuerdo con los datos de la propia empresa.

Una divisa respaldada por los BRICS tendría el potencial de rivalizar con el dólar y el euro como medio de pago y unidad de cuenta, al menos en su zona de influencia. Como vimos anteriormente, las transacciones comerciales tienden a denominarse en la divisa líder de la zona.²⁹

Uno de los principales retos de la divisa estaría en su papel de reserva de valor. De nuevo, cabe recordar primero alguno de los esfuerzos. Así, en 2015, los países miembros acordaron la creación de la Reserva Contingente (CRA), un sistema que proporciona respaldo financiero como respuesta a momentos de presiones económicas de corto plazo (por ejemplo, un *shock*). La reserva, dotada con 100 mil millones de dólares ayudaría a reducir las tensiones de liquidez de los miembros, especialmente en lo relacionado con sus divisas. El mayor problema de esta facilidad es que los miembros pueden acceder como máximo al doble del capital aportado. Cabe pensar que las aportaciones serían más elevadas en el caso de convenir una divisa propia.

Con todo, la parte negativa sigue recayendo en los bajos índices de calidad democrática de estos países, así como la confianza relativamente baja en sus instituciones (Our World in Data, 2023). Cabría añadir, así mismo, que los principales componentes de los BRICS mantienen algún tipo de control regulatorio sobre el flujo de capitales. Como comentamos al analizar las posibilidades del renmibi, esto no parece un problema para la internacionalización de la divisa, pero sí exige cierto tipo de convivencia con otras divisas dominantes.

²⁹ Por ejemplo, de acuerdo con Coquide, Lage y Shepelyanski (2023), si una divisa BRICS conviviese con euro y dólar, se generarían principalmente tres zonas de influencia. El euro mantendría la dominancia sobre las transacciones comerciales en la región europea, el dólar dominaría en los países anglosajones (Australia, Nueva Zelanda, etc.), norteamericanos, centroamericanos y el norte de Sudamérica. La influencia de la divisa BRICS estaría más expandida globalmente, abarcando extensas zonas de Asia, Sudamérica, además de las propias economías BRICS. Excepto algunos países del norte de África, tradicionalmente socios comerciales de la zona euro, el 60% de los países africanos utilizaría preferentemente la nueva divisa. Obviamente, lo anterior son sólo aproximaciones hipotéticas, basadas en modelos.

En cualquier caso, como en otras alternativas, el reto más relevante, residiría en su capacidad para proporcionar activos de bajo riesgo, esto es, liquidez. Como hemos ido viendo a lo largo de este trabajo, esto es extremadamente complicado y resta alternativas a la hegemonía del dólar.

En este sentido, los BRICS acordaron en 2014 la creación del Banco de Desarrollo (NBD), una institución financiera cuyo objetivo principal es financiar proyectos de desarrollo en los países miembros y otras economías emergentes, proporcionando préstamos y asistencia financiera para infraestructuras y proyectos que fomenten el crecimiento económico y la inclusión social. Como en el caso del FMI, la emisión de deuda denominada en la nueva divisa BRIC podría dotar de cierta liquidez a su mercado de activos de bajo riesgo y hacerlo interesante de cara a la diversificación de las reservas de divisa por parte de los bancos centrales.

En suma, los BRICS están dando pasos, aunque muy lentos, hacia su propio nuevo sistema monetario internacional, que estaría centrado en una divisa propia y dotado de mecanismos de defensa e instituciones de desarrollo propias. Sobre el papel puede parecer prometedor, pero es cierto que por ahora cualquier conclusión sigue siendo muy hipotética. Sin olvidar todos los problemas que pueden surgir de una zona monetaria con divisa común, pero sin una autoridad fiscal, como vimos en el caso del ejemplo del euro.

5.2.3. Divisas no tradicionales.

Hasta este momento, la pregunta ha estado relacionada con qué divisa podría tener un papel internacional dominante y, parafraseando a Winston Churchill, la principal conclusión es que parece que el dólar es la peor opción como divisa de reserva, a excepción de todas las demás.

Sin embargo, el problema podría estar en la pregunta. Quizá la alternativa podría ser un sistema en el que un gran grupo de divisas que tradicionalmente no se solían acumular en las reservas vaya adquiriendo peso en las mismas, gracias a los avances tecnológicos y financieros, que implican un menor coste en las transacciones de divisa y la posibilidad de mercados financieros más líquidos denominados en estas divisas.

Ya hemos visto cómo pueden convivir diferentes divisas como medio de pago y unidad de cuenta en diferentes regiones formando distintas zonas de influencia (Vicquery, 2021; Coquide, Lage y Shepelyanski 2023; o el ejemplo del euro).

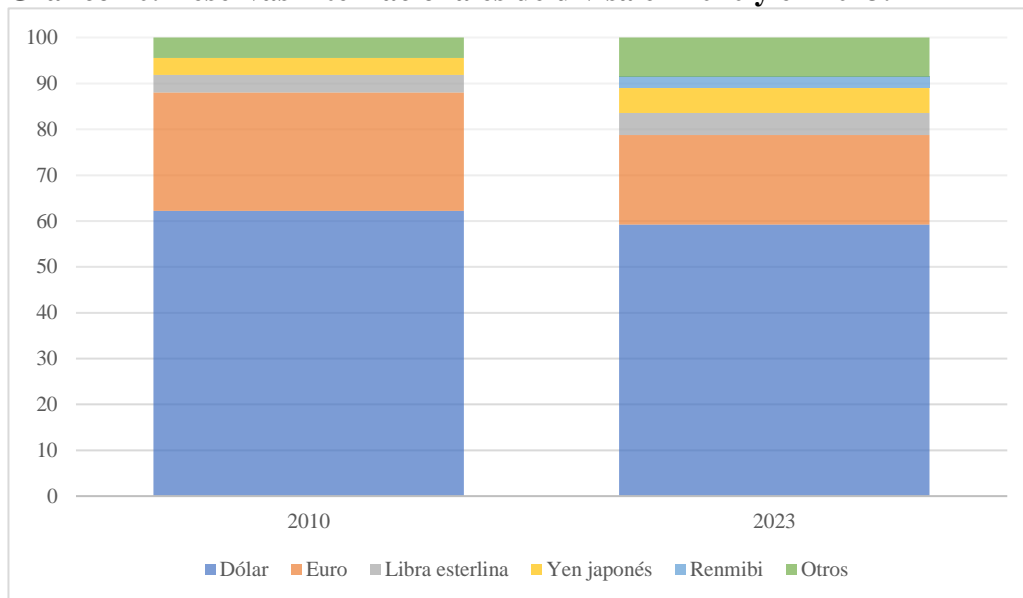
En el caso de las reservas (depósito de valor), desde inicios de este siglo se viene produciendo una caída del dólar, como hemos visto anteriormente, que en los últimos años no se ha visto sólo compensada por un incremento del peso del euro, yen japonés o libra esterlina, sino sobre todo por el grupo que comprende las divisas no tradicionales en las reservas (por ejemplo, el renmibi, pero también el dólar canadiense, dólar australiano, dólar neozelandés, etc).

Arslanalp, Eichengreen y Simpson-Bell (2022) muestran este cambio en la composición de las reservas identificando 46 bancos centrales que actúan como diversificadores activos. Existen tres posibles factores que contribuyen a esta tendencia.

En primer lugar, el incremento de la liquidez en estas divisas, gracias a los avances tecnológicos (menor precio de transacción, etc.). En segundo lugar, los gestores de las reservas de los bancos centrales son más activos buscando retornos, especialmente en el caso de las reservas por encima del nivel mínimo adecuado, donde la posibilidad de incrementar el perfil de riesgo es superior. En tercer lugar, la contracción de los *spreads* de tipos de interés

entre las divisas tradicionales y las alternativas han intensificado la búsqueda de rendimiento por parte de los gestores de las reservas, si bien este último factor probablemente perderá significancia si el actual rumbo de la política monetaria global se mantiene.

Gráfico 20. Reservas internacionales de divisa en 2010 y en 2023.



Fuente: FMI (COFER), elaboración propia.

Nota: Datos hasta el 3Q 2023. El peso del renmibi es 0 hasta 2015.

Todo lo anterior sugiere la alternativa de que el dólar pierda su dominancia internacional no frente a otro rival que sustituya una posición hegemónica, sino frente a un largo grupo de pequeñas divisas, tradicionalmente no consideradas como dominantes ni como de reserva.

Por su parte, Agarwal (2023) va un paso más allá, apostando por un sistema monetario global donde convive un numeroso grupo de divisas no tradicionales con divisas y pagos digitales.

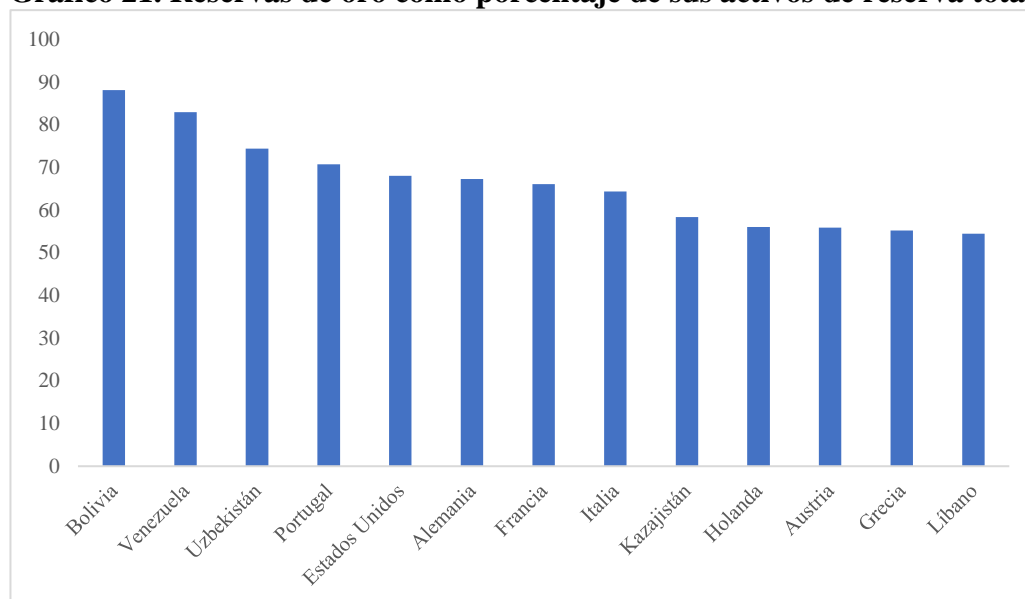
5.3. El oro.

Tradicionalmente, el oro ha sido considerado como un activo de reserva de bajo riesgo para los bancos centrales. De hecho, la mayoría de ellos posee importantes cantidades de este metal como reserva de valor, que presenta importantes ventajas.

En primer lugar, existe evidencia de que el oro preserva su valor en el largo plazo, además de actuar como diversificador, especialmente en momentos de elevada incertidumbre frente al riesgo financiero y geopolítico (García-Purriños, 2019). De hecho, de acuerdo con Arslanalp, Eichengreen y Simpson-Bell (2023), las reservas de oro de los bancos centrales como porcentaje del total de sus reservas responden positivamente ante el incremento de la incertidumbre política y económica global, así como frente a los incrementos de volatilidad del dólar.

En este contexto, desde 2010 las compras de oro por parte de bancos centrales han aumentado significativamente, acelerándose tras la imposición de sanciones a Rusia por parte de Estados Unidos y otros países aliados.

Gráfico 21. Reservas de oro como porcentaje de sus activos de reserva totales.



Fuente: Bancos centrales, Fed de San Luis, FMI, Banco Mundial, World Gold Council y elaboración propia.
Nota: 2022. Porcentaje sobre las reservas totales.

En esta línea de diversificación, Arslanalp, Eichengreen y Simpson-Bell (2023) identifican diferentes bancos centrales que están incrementando significativamente la compra de oro para sus reservas desde inicios de este siglo. Destacan en su investigación que estos “diversificadores activos” son mucho menos numerosos que los que se mueven hacia divisas no tradicionales y todos ellos pertenecen a países emergentes, la mayoría sujetos a circunstancias económicas, financieras y, principalmente, geopolíticas, excepcionales.³⁰

En segundo lugar, otra ventaja del oro es que dispone de un mercado con elevada liquidez.³¹

En tercer lugar, aunque en la actualidad no se utiliza comúnmente como medio de pago oficial, su valor intrínseco reconocido globalmente justifica su potencial para ser aceptado como forma de pago internacional. La posibilidad de intercambiar oro está abierta casi las 24 horas del día (se negocia en los principales mercados a lo largo de todo el día: Londres, Nueva York, Shanghái).

Dicho todo lo anterior, es complicado pensar en una dominancia del oro en otros usos del dinero más allá que el de reserva de valor (medio de pago, unidad de cuenta). Lo anterior exigiría un retorno a alguna forma de patrón oro, lo que parece poco probable actualmente. Un sistema basado en el oro tiene limitaciones significativas en términos de flexibilidad y capacidad para responder a las necesidades económicas cambiantes, tal y como hemos visto en los capítulos relacionados con la historia de Bretton Woods.

³⁰ En general, suelen coincidir, además, con países que no están alineados políticamente con el bloque de Estados Unidos y sus aliados.

³¹ De acuerdo con el World Gold Council (2023), se han extraído unas 209 mil toneladas de oro a lo largo de la historia, lo que implica una importante oferta potencial. El valor del mercado disponible para inversores es de unos 6 miles de billones (*trillions* americanos) de dólares entre el mercado *spot*, futuros y los mercados OTC (no regulados). El volumen de negociación promedio en los distintos mercados superó los 250 mil millones de dólares diarios en promedio, incluyendo el mercado físico, OTC, futuros, y otros productos cotizados (ETNs, etc.). Lo anterior sería superior, por ejemplo, a los volúmenes del mercado de euro/yen.

5.4. Tecnología y criptodivisas.

Además de la reducción de costes de transacción, que permite el incremento de la importancia de las divisas alternativas, como hemos visto antes y señalan Arslanalp, Eichengreen y Simpson-Bell (2022), probablemente, la innovación tecnológica que más amenaza a la hegemonía del dólar son las divisas digitales, especialmente a través de su uso como medio de pago y unidad de cuenta, no tanto como depósito de valor. Con todo, lo último podría ser una consecuencia de lo primero, especialmente en el caso de las criptodivisas descentralizadas.

El dinero digital es una realidad extendida globalmente desde la década de 1990. Casi todas las transferencias, en Estados Unidos, en esa década entre los bancos comerciales y los centrales se llevó a cabo de forma electrónica y desde el 2000 gran parte del dinero existente tiene la forma de divisa digital, apuntada en las bases de datos de los bancos (Kayrouz, 2021).

Sin embargo, en la actualidad, se ha destacado el surgimiento de nuevas formas de monedas digitales, especialmente las de los bancos centrales (CBDCs). Aunque los bancos centrales ya ofrecen dinero digital mayorista a los bancos, la atención ahora se centra en el desarrollo de formas de efectivo digital más accesibles y directas para el público en general. Este fenómeno plantea preguntas y exploraciones significativas sobre la evolución del dinero y las transacciones financieras en el mundo digital actual.

Todo ello ha experimentado un notable auge en los últimos años gracias al desarrollo de la tecnología de bloques o *blockchain*, un sistema descentralizado que utiliza bloques encadenados para asegurar la inmutabilidad de la información mediante criptografía y ofrecer transparencia y seguridad sin la necesidad de intermediarios.

En general, la misma esencia de la tecnología *blockchain* está relacionada con la realización de transacciones descentralizadas y seguras sin necesidad de intermediarios. Aplicado a las divisas, implicaría la posibilidad de ejecutar transacciones de forma sencilla, rápida y segura en cualquier parte del mundo sin la necesidad de la intervención de ningún intermediario ni de ningún banco central en el proceso.

Pero antes de ser consideradas como alternativa, cabe plantearse incluso si estas criptodivisas no centralizadas podrían considerarse o no dinero. Para que un activo sea considerado como tal, como defienden la mayoría de los economistas y hemos venido defendiendo en este trabajo, debe cumplir tres funciones principales: medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor.

Como advertimos en un artículo hace unos años para el caso del bitcoin ³² (García-Purriños, 2017), las criptodivisas no pueden considerarse dinero porque no son un medio de pago legalmente conocido ni generalmente aceptado³³. Se puede usar para el intercambio de

³² Bitcoin es considerada en general la criptodivisa más representativa. Introducida en 2009, su diseño descentralizado, la limitación de la oferta a 21 millones y la tecnología *blockchain* han establecido un estándar para otras criptomonedas. Aunque existen numerosas alternativas, la influencia y aceptación de Bitcoin la distinguen como la más emblemática en el panorama de criptodivisas.

³³ Otra de las ventajas más comentadas para señalar a las criptodivisas como alternativa es su descentralización. Los activos digitales como el Bitcoin operan en redes descentralizadas que no están controladas por ninguna entidad privada ni pública, como un gobierno o un banco central. Se ha señalado que esto sería una barrera contra la manipulación externa o la exposición al ciclo económico de ningún país.

algunos bienes o servicios, de forma transparente, rápida y segura, pero esto no las convierte en dinero.

Además, más que actuar como un activo refugio parece que es más bien lo contrario, al menos en el caso del bitcoin ³⁴. Con todo, que su cotización sea volátil no invalida el hecho de que pueda considerarse un depósito de valor, si bien es cierto que complica su uso como tal, y también como medio de pago, además de reducir su potencial para internacionalizarse.

Su oferta limitada (por ejemplo, en el caso del bitcoin, 21 millones de unidades), supone problemas similares a los del oro en términos de flexibilidad y capacidad para responder a las necesidades económicas, que son dinámicas. Podría pesar además sobre otra de las dificultades que suelen prestar todas las alternativas al dólar como divisa dominante de reserva: la falta de liquidez. Habría que añadir también su falta de regulación y transparencia, en algunos casos.

Otro problema notable de este activo es la complicación para encontrar un método fiable, consistente y aceptado por los inversores para determinar su valor ³⁵.

Como alternativa, las divisas digitales de los bancos centrales (CBDC) sí podrían alterar las dinámicas de las transacciones a nivel global. Estas divisas serían dependientes de un banco central, pero permitirían la eliminación o reducción de intermediarios (por ejemplo, no utilizar el sistema SWIFT). Se considerarían así una protección frente al riesgo de sanciones por parte de otros países y también facilitarían las transacciones internacionales, haciendo el proceso más sencillo y barato. Otra ventaja asociada es que las CBDC permiten que los bancos centrales rastreen la operativa de forma sencilla, desincentivando así los crímenes financieros. Además, Kayruz (2021), subraya el aspecto inclusivo que las divisas digitales ofrecen: permiten que cualquiera tenga acceso a una cuenta bancaria con costes muy bajos.

En este contexto, de acuerdo con los datos del BIS, el 85% de los bancos centrales alrededor del mundo estaría estudiando alguna forma de emisión de este tipo de divisa, representado más 90% del PIB mundial, siendo el Banco Popular de China el que dispone de la alternativa más desarrollada.

Sin embargo, la implantación de las divisas digitales no está exenta de riesgos. Principalmente, cabe destacar en primer lugar los cambios en la estructura del sector financiero, que de no ser manejados correctamente podrían desembocar en una crisis bancaria; en segundo lugar, la pérdida de eficacia de la política monetaria, al alterar la oferta de reservas en el sistema bancario en el caso de una CBDC que no tuviera intereses, con efectos inesperados en el caso de que sí los tuviera; en tercer lugar destacan los problemas relacionados con la privacidad, especialmente con una autoridad gubernamental, como un banco central; también destacan los problemas potenciales relacionados con la

³⁴ Eso es lo que sugiere, al menos, la correlación negativa existente entre la evolución diaria, semanal y mensual del bitcoin (cambio porcentual, de acuerdo con cálculos propios a través de datos obtenidos de FRED, la base de datos de la Fed de St. Louis) y el VIX, un índice creado por el CBOE que mide la volatilidad esperada por los inversores del S&P 500 en los siguientes 30 días y que suele aumentar en los momentos de incertidumbre. Es más, cuando el VIX tiene repuntes 2,5 desviaciones típicas sobre su promedio semanal, el bitcoin suele tener rendimientos semanales negativos más 70% de las ocasiones. En todo caso, el asunto requeriría más investigación.

³⁵ A pesar de que se hayan descrito algunas alternativas en la literatura como el coste de minado, la Ley de Metcalfe (o efecto red), el Network Value to Transaction Value (NVT) o algún tipo de Paridad de Poder Adquisitivo (PPA), ninguna es actualmente aceptada comúnmente por los inversores (García-Purriños, 2017).

ciberseguridad; y finalmente cabría señalar que la mayoría de países necesitarían nuevos marcos regulatorios para adaptar los activos digitales, lo que exigirá una discusión política (Kayruz, 2021; Fed, 2022).

En suma, parece que el futuro estará compuesto de algún sistema híbrido entre divisas tradicionales y digitales, emitidas por los bancos centrales. En el medio plazo, lo más probable es que se centren en las corporaciones y en el largo plazo, también en los particulares. El riesgo que pueda suponer esto para la hegemonía del dólar dependerá principalmente de la velocidad de reacción de la Fed al sumarse a la tendencia de las divisas digitales y de qué oferta pueda ofrecer frente al resto.

5.5. El papel de Rusia.

Aunque el rublo, ni por el tamaño o la influencia de la economía rusa ni por sus características como divisa, suponga una alternativa actual creíble frente a la hegemonía del dólar, los pasos llevados a cabo por las autoridades hacia la desdolarización de su economía son relevantes y pertinentes para extraer conclusiones.

Desde 2014, Rusia está incrementando sus esfuerzos de desdolarización, para protegerse de las sanciones impuestas por Estados Unidos y otros países aliados, incrementadas después en 2022. Estos esfuerzos se están centrando principalmente en tres áreas, como señalan Nelson y Sutter (2021): en primer lugar, reducir las reservas de dólares de su banco central y de su fondo soberano; en segundo lugar, reducir sus transacciones de comercio internacional en dólares, para lo que ha alcanzado diferentes acuerdos para comerciar en otras divisas, como con China, la India o Turquía; y en tercer lugar, desarrollar su propia plataforma de pagos y de mensajería alternativa a SWIFT (conocidas como MIR y SPFS respectivamente).

Frente a lo señalado por algunos autores, como Chen (2023), que ve una relación entre la caída de importancia del dólar como divisa de reserva y la desdolarización rusa (que probablemente sea circunstancial), el impacto de lo anterior no parece ser muy relevante desde el punto de vista cuantitativo, pero sí lo es desde el político, dada la influencia internacional que mantiene Rusia y su estrecha relación con China, así como su importancia como exportador de energía y otras materias primas clave para la economía (Nelson y Sutter, 2021).

6. Implicaciones económicas, políticas y financieras de la desdolarización.

El surgimiento de nuevas potencias económicas, la transformación de las relaciones políticas y las alteraciones en los cimientos del sistema financiero son indicios de una era en la que la diversificación monetaria está en el centro de la escena global. Aunque encajadas dentro de un proceso lento, como hemos visto en los capítulos anteriores, las presiones a la dominancia global del dólar están reconfigurando las bases de la economía global, las relaciones políticas y la estabilidad financiera. Este fenómeno de desdolarización global, por tanto, presenta implicaciones que merecen una atención detallada.

En general, a lo largo del trabajo nos hemos referido a la dolarización en términos globales, es decir, a la dominancia internacional del dólar como medio pago, unidad de cuenta y reserva de valor. Sin embargo, la desdolarización tiene también implicaciones locales en los países que deciden llevarla a cabo, especialmente en aquellos que utilizan el dólar de alguna manera como unidad de cuenta.

El análisis de lo anterior excede los objetivos de este trabajo y requiere un análisis de cada caso. Por tanto, de cara a responder las preguntas realizadas al inicio del estudio, nos centramos en detalle en las posibles implicaciones de una menor dominancia internacional del dólar desde un punto de vista global.

El uso del dólar como divisa de referencia simplifica las transacciones comerciales internacionales, ya que gran parte de las transacciones y contratos se realizan en esta divisa, reduciendo además la exposición al riesgo cambiario dada la estabilidad del billete verde. Esto promueve la apertura económica y el libre flujo de capitales. La parte negativa de lo anterior recae sobre el peso significativo del propio cambio del dólar en el comercio internacional.

Gopinath *et al* (2018), sostienen que los cambios en el dólar tienen un impacto notable en la evolución del comercio internacional. Estos autores desarrollaron su modelo del Paradigma de la Divisa Dominante (DCP)³⁶, que supone que la política monetaria nacional tenga un menor efecto local. A pesar de que una política monetaria más flexible tendría impacto sobre la divisa (depreciándola) y sobre la inflación (incrementándola a través de un mayor precio de las importaciones) tanto en el modelo clásico como en el DCP, no estimularía la producción, al menos a través del canal de la divisa.

La desdolarización, en este sentido, podría alterar la dinámica del comercio internacional. Si la facturación internacional está denominada en divisas locales en lugar de dólares, una depreciación de la divisa local podría influir en la competitividad de las exportaciones y en los términos de intercambio, afectando la demanda interna y externa de bienes, incentivando por lo tanto unos tipos de cambio flexibles (mayor flotación de las divisas internacionalmente). Este poder recuperado sería, sin embargo, a cambio de una mayor complejidad del sistema. Además, probablemente, habría una mayor volatilidad en los tipos de cambio que complicaría

³⁶ Bajo el modelo tradicional nekeynesiano, si la divisa local se deprecia, en el país emisor aumentará el precio de las importaciones respecto a las exportaciones, desplazando la demanda interna hacia los bienes producidos en el país respecto a los extranjeros. La DCP, sin embargo, asume que, como los precios se fijan en dólares, las depreciaciones de las divisas locales no son tan relevantes. De hecho, los datos de Gopinath *et al* (2018), son consistentes con que, exceptuando las materias primas, los términos de intercambio de una región económica no tienen relación con el movimiento de los tipos de cambio.

y terminaría por reducir el comercio internacional. Así mismo, existiría más incentivo para que las autoridades locales intervinieran en el mercado de divisas.

Todo lo anterior explica que el dólar sea un componente fundamental de la globalización económica y financiera, ya que su uso extendido facilita el intercambio comercial y también la inversión a nivel internacional. A cambio, impone una responsabilidad significativa sobre Estados Unidos para gestionar prudentemente sus políticas económicas, fiscales y monetarias, ya que la estabilidad del sistema global está interconectada con la estabilidad de la divisa.

Respecto a la política monetaria estadounidense, sus efectos son globales. Una apreciación o depreciación del dólar, por ejemplo, tiene un efecto limitado en la inflación de Estados Unidos, pero sí en el extranjero, dado su traslado a unos mayores o menores (respectivamente) precios de importación. Esto obliga de nuevo a los bancos centrales de otros países a tener en cuenta la divisa estadounidense para tomar sus decisiones de política monetaria. Además, implica que un endurecimiento de la política monetaria por parte de la Fed podría tener consecuencias contractivas globales, ya que la apreciación del dólar puede incentivar una política monetaria más restrictiva en otros países, y por tanto una reducción de la producción, resultando finalmente, por lo tanto, en un menor comercio global.

De nuevo, la desdolarización implicaría un mayor poder de los estados para dirigir su política monetaria, a cambio eso sí, de una mayor volatilidad en el tipo de cambio.

Por otro lado, la predominancia del dólar facilita la inversión y el financiamiento a nivel global ya que los inversores realizan transacciones en dólares aprovechando la seguridad, liquidez y confianza asociadas con esta divisa. La elevada demanda de dólares permite además acceder a la ventaja de una financiación relativamente más baja, ya que se reduce el riesgo de liquidez (y, por lo tanto, la prima asociada a este). De hecho, el dólar es considerado como una reserva de valor en momentos de incertidumbre económica. En tiempos de crisis, los inversores tienden a buscar refugio en activos denominados en dólares, como bonos del Tesoro de Estados Unidos, que sirve como una herramienta clave para proporcionar liquidez al sistema financiero internacional. Al actuar como prestamista de última instancia, el dólar contribuye a estabilizar los mercados financieros y prevenir perturbaciones económicas.

Frente a todo lo anterior, en el escenario descrito, una apreciación del dólar pesa negativamente sobre las condiciones financieras del emisor en dólares, público o privado, ya que incrementaría de forma automática su deuda real ³⁷, generando la paradoja de que una política monetaria local restrictiva en la región emisora podría contrarrestar en parte lo anterior y resultar en un incremento de la producción ³⁸.

En suma, una desdolarización de la emisión de deuda de países y corporaciones que no tienen el dólar como divisa principal, permitiría un menor riesgo de fuga de capitales ante una

³⁷ Esto es lo que Eichengreen y Hausmann (1999) de acuerdo con Gourinchas (2019) denominaron como “pecado original”, para referirse al caso de los países emergentes que denominaban su deuda en dólares para obtener una mayor liquidez y menores tipos de interés, pero a cambio se enfrentaban con el problema de que una apreciación del dólar podía derivar en una espiral de incremento de deuda y de los costes de esta.

³⁸ Se conoce como el “Dilema de Tošovsk”, por el nombre del gobernador del banco nacional de la República Checa, que fue quien primero lo formuló a mediados de la década de 1990 (Gourinchas, 2019) y supone que, si los mecanismos de transmisión son lo suficientemente fuertes, los efectos positivos sobre el tipo de cambio y la confianza en la deuda local de un endurecimiento de la política monetaria local podrían contrarrestar los efectos negativos de dicha política monetaria.

apreciación del dólar, pero a cambio incrementaría también los costes de financiación globales, reduciendo por lo tanto la producción.

En todo caso, la desdolarización está remodelando la manera en que las naciones gestionan sus reservas y conducen sus transacciones comerciales. A medida que más países diversifican sus divisas de reserva, el entorno económico es más plural, y por lo tanto también más complejo. Esto no tiene por qué ser sólo negativo. Pérez-Saiz y Zhang (2023) mencionando a Farhi, Gourinchas, y Rey (2011), señalan que un sistema que siguiera requiriendo la dominancia en una sola divisa podría enfrentar en el largo plazo una nueva versión de “Dilema de Triffin”, si Estados Unidos no pudiera continuar satisfaciendo la elevada demanda de activos de bajo riesgo denominados en dólares estadounidenses. Esto podría ocurrir, por ejemplo, si la capacidad fiscal estadounidense se viera comprometida. La única solución a lo anterior residiría en incrementar las divisas de reserva.

En el terreno financiero, la desdolarización plantea desafíos y oportunidades. La aparición de divisas alternativas y digitales, nuevos sistemas de pago y el establecimiento de sistemas financieros regionales puede facilitar las transacciones, pero también añaden complejidad, requiriendo una adaptabilidad sin precedentes por parte de inversores y reguladores.

Pero un sistema donde varias divisas tomaran un papel dominante estaría en línea con el desarrollo de la historia moderna, como recuerdan Eichengreen y Flandreau (2009, 2010), Eichengreen, Mehl, y Chițu (2020) o Vicquéry (2021), entre otros, frente a la visión tradicional establecida por Krugman en 1980 de que el sistema monetario internacional estaría siempre dominado por una única divisa, reflejando el significativo poder de los efectos de red de esta posición.

En el ámbito político, la desdolarización está transformando alianzas y recalibrando la influencia de las potencias mundiales. Los países en proceso de desdolarización buscan fortalecer relaciones con otras economías importantes, creando un entorno en el cual las dominancias regionales y los acuerdos bilaterales desempeñan el papel más prominente. Este cambio de paradigma está dando forma a nuevas coaliciones.

Si bien la evaluación política excede nuestra capacidad de análisis, cabe tener en cuenta las consecuencias de una mayor fragmentación sobre el comercio internacional en el proceso de globalización. No parece que quepa hablar, por el momento, de un proceso de desglobalización sino de relocalización de las cadenas de suministro (*reshoring*, *friendshoring* o “reglobalización”, denominación que hace referencia al proceso de regionalización de la globalización). Estos cambios en la globalización no deben observarse sólo con pesimismo. Podrían tener efectos positivos en la resiliencia frente a posibles riesgos, especialmente en regiones como la europea, muy dependiente del comercio global y de importaciones poco diversificadas en productos clave como semiconductores, energía y otras materias primas, como demostró el agravamiento del conflicto entre Rusia y Ucrania en 2022.

La parte negativa recae sobre los incentivos hacia un mayor proteccionismo. Numerosos estudios muestran los beneficios económicos de la globalización y sus positivos efectos en la reducción de la desigualdad y el incremento de la riqueza global (Aiyar *et al.*, 2023).

En suma, el papel activo del dólar en la estabilización global puede ser vista como un elemento crucial para mantener la integridad y la salud del sistema económico internacional actual. Facilita la realización de transacciones internacionales, promoviendo así el comercio y la inversión, ayuda a coordinar políticas macroeconómicas y financieras a nivel global y permite prevenir crisis sistémicas y abordar desequilibrios que podrían afectar a múltiples

países. La liquidez proporcionada por esta divisa es un amortiguador que ayuda a mitigar los impactos negativos de crisis económicas y financieras, actuando como prestamista de última instancia en momentos de crisis financiera.

Frente a lo anterior, la dependencia excesiva de una sola divisa para la estabilidad de la economía global genera desafíos y desigualdades. En primer lugar, otorga un poder desproporcionado a ese país en términos de influencia económica y política. En segundo lugar, la coordinación de políticas macroeconómicas y financieras a nivel global puede resultar en la imposición de medidas uniformes que puede no ser adecuada para todas las economías, generando tensiones y desequilibrios. Finalmente, que la divisa de un país tenga un papel global genera la dicotomía entre el apoyo a la estabilidad global o al país de emisión, en este caso Estados Unidos. Si ambos intereses fueran contrapuestos, existiría el incentivo de atender en primer lugar a los asuntos locales, lo que supone un riesgo para la economía global.

Tabla 2. Resumen de las principales implicaciones globales de la desdolarización.

Implicación	Beneficios	Riesgos
Los términos de comercio regionales vuelven a ser significativos en la competitividad y en las importaciones/exportaciones.	Mayor impacto de la política monetaria local. Menor impacto local de la política monetaria estadounidense.	Mayor complejidad del comercio, mayor volatilidad de los tipos de cambio y más incentivos para intervenir la divisa local. Posible reducción del comercio internacional.
Reducción de la emisión de deuda en dólares.	Menor riesgo de fuga de capitales ante una apreciación del dólar.	Incremento de los costes de financiación, menor inversión (y producción, en consecuencia).
Mayor diversificación de las divisas de uso internacional.	Menor dependencia en la estabilidad del dólar.	Mayor complejidad del comercio y la inversión internacional, mayor volatilidad en los tipos de cambio.
Incremento de pagos con otras divisas gracias a la tecnología.	Transacciones locales más sencillas.	Mayor complejidad global.
Fragmentación del comercio global.	Incremento de la resiliencia ante riesgos externos, fortalecimiento de las cadenas de suministro.	Incentivos hacia un mayor proteccionismo.

Fuente: Elaboración propia.

7. Conclusiones y perspectivas futuras.

Parafraseando a Mark Twain, parece que el informe sobre la muerte del dólar fue una exageración. Mantiene su dominancia internacional en los principales usos del dinero y la persistencia de esta posición, arraigada desde el fin de Bretton Woods, no parece estar en peligro inminente.

Con todo, no conviene obviar ciertos signos de fatiga, debilidad y posibles elementos (económicos, políticos o tecnológicos) que están erosionando dicha posición y que incrementan significativamente la probabilidad de que en el medio plazo haya un giro de la balanza hacia un sistema monetario internacional al menos más acorde con la historia.

En este sentido, hemos mostrado que, una vez cumplido el requisito imprescindible de un peso significativo en la economía y el comercio global, las claves para obtener una divisa con relevancia internacional son, principalmente, tres.

Primero, voluntad política, que establece objetivos concretos, genera credibilidad y permite conseguir realidades, como por ejemplo que la divisa local sea utilizada en la facturación del comercio internacional, a través de acuerdos comerciales, que históricamente ha sido un paso previo a la obtención del estatus de reserva.

En segundo lugar, liquidez, entendida como facilidad de intercambio (por ejemplo, mercados financieros) y profundidad del mercado de activos seguros, que es clave para poder ejercer un papel como divisa de reserva extranjera en los bancos centrales.

Finalmente, confianza, que permite estabilidad en el tipo de cambio y por lo tanto soporta el uso de la divisa de forma internacional.

No es, por lo tanto, la geopolítica, quien cambia la dominancia internacional de una divisa, o al menos no es el motivo principal. No lo fue en el caso de la alternancia marco-franco-libra, ni en el de la libra frente al dólar, ni lo es actualmente a favor del renmibi.

El cambio debe llegar desde el lado de la economía. En este contexto, el notable incremento de los déficits fiscales estadounidenses desde 2020, que han posicionado el tamaño de la deuda respecto a la producción en niveles inéditos, unidos a cierta inestabilidad política que provoca una relativa desconexión entre esta y la economía, podrían erosionar la credibilidad de la región. No cabe descartar que los problemas derivados de la falta de confianza afecten, en última instancia, al papel internacional del dólar, o que, incluso, ya estén en marcha.

Respecto a su alternativa más probable, el euro, no parece que quepa esperar cambios significativos. Debería mantener cierto rol limitado a su zona de influencia, aunque con riesgos al alza si la Eurozona aprovechase la debilidad derivada de la pérdida de confianza de los inversores en Estados Unidos. Para ello, sería necesario que se continuase en el camino hacia una mayor integración, principalmente fiscal. Esta será la clave para que el euro adquiera una mayor relevancia internacional, en dos sentidos: desde el punto de vista de la confianza en la región y desde el punto de vista de la generación de liquidez suficiente como para competir con la del dólar. La fragmentación actual del mercado de activos de bajo riesgo europeos es una traba importante para su papel como divisa de reserva.

También parece necesaria la obtención de cierta independencia geopolítica europea frente a su principal aliado, Estados Unidos, que permita que el euro sea considerado una alternativa diversificadora en el caso de sanciones.

Respecto al renmibi, parece llamado a jugar un papel relevante, en la medida que China sea capaz de encontrar lugares de convivencia común con el dólar y, por lo tanto, con Estados Unidos. A pesar de la evidente voluntad del gigante asiático y de los notables esfuerzos por incrementar la liquidez, sigue existiendo un problema de confianza y el escollo de la falta de libertad de capitales.

De buscar un camino separado del dólar, que significaría en última instancia levantar de alguna manera el actual control de capitales, seguramente los plazos para que obtuviera relevancia internacional serán mucho más largos y con mayor riesgo de no ser alcanzados. Si, en cambio, se consigue cierta convivencia con el dólar, probablemente en el medio plazo el renmibi será un actor internacional relevante, principalmente como medio de pago y unidad de cuenta, que finalizará antes o después en un mayor uso como divisa de reserva.

Por lo tanto, el mundo parece estar encaminado hacia un sistema fragmentado por bloques regionales, donde principalmente estas tres divisas (dólar, euro y renmibi) y, seguramente, sus alternativas digitales, cobren un mayor protagonismo internacional. Además, el papel en las reservas de otras alternativas que históricamente no han sido de reserva seguirá creciendo, quizá incluso añadiendo más actores, por ejemplo, alguno de los países que componen los BRICS (seguramente Brasil e India), que también podrían cobrar relevancia como medio de pago en sus áreas de influencia. Las alternativas digitales jugarán un papel clave, al permitir una mayor facilidad y menor costes de las transacciones.

Del mismo, el oro parece que mantendrá una notable relevancia, en un contexto geopolítico de mayor desconfianza ante la persistente amenaza de sanciones por parte de cualquiera de los bloques señalados anteriormente. No obstante, su papel estará seguramente limitado al de las reservas.

No parece que ni una posible divisa de los BRICS o los SDR del FMI pueda jugar un papel relevante. Los problemas señalados respecto al euro caben respecto a otras divisas emitidas por una unión de regiones económicas o de cestas divisas. La fragmentación del mercado de bonos impide que alcancen un tamaño suficiente para proporcionar una oferta de activos de bajo riesgo suficiente como para satisfacer la demanda de los bancos centrales. Todo lo anterior se complica de hecho por la falta de voluntad. Pero, incluso si existe la voluntad de realizar emisiones conjuntas de bonos empleando organismos supranacionales, la falta de políticas fiscales comunes y la diversidad de intereses económicos y políticos terminaría pesando a la baja sobre la probabilidad de relevancia internacional de esta alternativa.

Respecto a las criptodivisas, no dudamos que las centralizadas ocuparán un rol esencial en el escenario que proponemos, de fragmentación con varias divisas dominantes. Sus evidentes ventajas respecto al aspecto transaccional de las divisas permitirán una mayor sencillez y menores costes, que incentivarán el comercio en otras divisas diferentes al dólar.

Somos mucho más cautos al valorar el futuro de las opciones no centralizadas. Aunque no ponemos en duda que son una fuente de innovación, sí dudamos que, actualmente, puedan considerarse como dinero, al menos en todos sus usos. Además, la volatilidad de sus precios y relación con los activos de riesgo, incertidumbre regulatoria, preocupaciones respecto a su seguridad y la competencia con las opciones digitales centralizadas, son importantes obstáculos. A lo anterior cabría añadir cierta percepción pública negativa, que sin duda contribuye a la falta de confianza en esta clase de activo como opción confiable al dinero tradicional. No creemos, por tanto, que jueguen un papel relevante en el medio plazo, si bien consideramos necesaria más investigación en este sentido.

En cuanto a los posibles riesgos del escenario internacional descrito, donde existen tres divisas dominantes y un grupo relevante de divisas satélite, destacaríamos principalmente los relacionados con la mayor complejidad del comercio global y más volatilidad en los tipos de cambio.

A pesar de lo anterior, no todo es negativo. Así, también debería permitir una menor dependencia internacional en la estabilidad del dólar y de Estados Unidos, evitando en cierta medida los conflictos de intereses que puedan darse entre las preocupaciones locales estadounidenses y el papel global del dólar.

Por otro lado, gracias a las alternativas digitales, las transacciones no tendrían por qué ser más complicadas y los costes de estas serían reducidos. No tendría por qué haber incrementos significativos de los costes de financiación

Respecto al comercio internacional, debería mantenerse la tendencia hacia la relocalización y su evolución se haría más dependiente de los bloques formados que del dólar. No obstante, esto no tiene por qué significar una reducción notable del mismo, aunque lógicamente dependerá de lo abiertos o cerrados que sean dichos bloques, algo que finalmente será una decisión política y no económica. También es cierto que todo lo anterior incentiva a los países a tomar medidas proteccionistas, sea para proteger su producción, sus mercados, la tecnología o incluso por motivos geopolíticos.

Del mismo modo, la recuperación de cierto poder por parte de las autoridades locales en las medidas de política monetaria, pueden incentivar la intervención de las divisas de cara a recuperar competitividad internacional, lo que podría generar escaladas de devaluaciones competitivas, como ocurrió en la época posterior a la crisis financiera de 2008.³⁹

En este contexto, será clave la modernización y el fortalecimiento de las entidades económicas supranacionales (FMI, Banco Mundial, etc.), para que puedan desempeñar un papel más efectivo, por encima no sólo de los países sino de las organizaciones propias creadas en los diferentes bloques. Estas entidades supranacionales deberían facilitar la firma de acuerdos multilaterales sólidos, y velar por la salud del comercio global y la estabilidad financiera.

En cuanto a los diferentes bloques, será clave el establecimiento de acuerdos de intercambio bilaterales entre los países componentes, definiendo los límites del uso de divisas locales.

En el caso del euro, sin duda la clave residirá en la capacidad de la eurozona de fomentar una mayor integración fiscal europea, que incluya la emisión de eurobonos, para fortalecer la posición del euro.

Finalmente, el apoyo global a la investigación y desarrollo de tecnologías financieras, incluidas las criptomonedas y la tecnología *blockchain*, podría ofrecer alternativas viables y eficientes a los sistemas financieros tradicionales. En este contexto, será clave desarrollar y aplicar normativas claras en el ámbito de las criptodivisas para abordar los desafíos tecnológicos y de seguridad, promoviendo su adopción responsable.

En conclusión, y utilizando palabras de Tolkien, “cierto que casi siempre se encuentra algo, si se mira, pero no siempre es lo que uno busca”. El papel del dólar como divisa de dominancia

³⁹ En medio de la depresión económica y ante una significativa reducción del comercio internacional, diferentes regiones trataron de incrementar sus exportaciones a través de devaluaciones competitivas de sus divisas. Así, en 2010, y tras la intervención de las divisas por parte de autoridades de países como China o Japón, el ministro de finanzas brasileño catalogó el escenario de “guerra de divisas” (The Guardian, 2010).

internacional parece estar lejos de su fin, a pesar de las voces que lo adelantan o de los esfuerzos de determinados países por llevar a cabo una desdolarización. El escenario más probable, además, no es el de una sustitución significativa de la divisa estadounidense por otra, como ocurrió en el caso de la libra esterlina, sino el de convivencia de varias divisas dominantes, un pequeño grupo de divisas satélites con relevancia en su conjunto, así como las alternativas digitales de todas estas opciones y el oro, que mantendría un papel relevante, pero limitado a las reservas.

Todo lo anterior, como hemos visto, está en línea con los análisis más recientes, como por ejemplo Bertaut, von Beschwitz y Curcuru (2023), que muestran la importancia actual del dólar; con Coquide, Lage y Shepelyanski (2023), que analizan la posibilidad de un escenario con varias divisas dominantes en sus regiones de influencia; y especialmente con Eichengreen *et al* (2022), Arslanalp, Eichengreen y Simpson-Bell (2022, 2023) o Agarwal (2023), que estudian el futuro papel de las principales divisas y de las no tradicionales o el oro en las reservas internacionales. La novedad de nuestras conclusiones reside en la unificación de todos estos escenarios, planteando la posibilidad de un sistema multipolar, con tres divisas centrales y el oro ejerciendo un papel más relevante en las reservas.

La combinación de diferentes métodos de investigación (cuantitativo, revisión de literatura, estudio histórico y exploración de alternativas), ha permitido abordar el análisis desde diferentes ángulos, brindando una visión holística, completa y equilibrada, necesaria para abordar la complejidad de la cuestión.

Así, consideramos que la metodología empleada en este trabajo presenta diferentes ventajas. En primer lugar, la integración de datos actuales proporciona una base sólida y actualizada desde donde comenzar el análisis. El estudio histórico posterior agrega contexto y perspectiva, y ofrece una comprensión más profunda de las tendencias y factores que han influido en la situación actual. En cuanto al estudio de las diferentes alternativas, es crucial para evaluar su solidez y viabilidad, permitiendo no solo comprender la posición actual de la divisa estadounidense, sino también explorar escenarios potenciales de cambio.

Frente a lo anterior, este enfoque presenta la desventaja de estar sujeto a interpretaciones subjetivas, especialmente en la revisión histórica o de literatura. Además, aunque se ha pretendido analizar el mayor número de escenarios y de alternativas posibles al dólar, no cabe descartar posibles sesgos en su elección (por ejemplo, de disponibilidad o de selección), lo que afectaría la representatividad de las conclusiones.

De cara a investigaciones posteriores, cabría profundizar en las implicaciones y consecuencias locales de los diferentes procesos concretos de desdolarización o dolarización, llevados a cabo por diferentes países. Así mismo, las posibles alternativas pueden cambiar rápidamente en el entorno global, por lo que sigue siendo necesario una monitorización cercana de las mismas, así como del uso internacional del dólar, en un momento especialmente crucial debido a la desconfianza y polarización global derivada de las sanciones internacionales estadounidenses.

8. Bibliografía.

- Agarwal, R. (2023). "Emerging Economics, Emergent Currencies: A Look into Dedollarization in Southeast Asia". *Modern Economy*, 14, 1432-1438.
- Aiyar, S. et al. (2023), "Goeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism", Staff Discussion Note SDN/2023/001, FMI, enero de 2023, accesible desde: <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2023/01/11/Geo-Economic-Fragmentation-and-the-Future-of-Multilateralism-527266?cid=bl-com-SDNEA2023001> Último acceso 31/01/2024.
- Aizenman, J., Cheung, Y. W., y Qian, X. (2020). The currency composition of international reserves, demand for international reserves, and global safe assets. *Journal of International Money and Finance*, 102, 102120.
- Arslanalp, S., Eichengreen, B. y Simpson-Bell, C. (2022). "The stealth erosion of dollar dominance and the rise of nontraditional reserve currencies". *Journal of International Economics*, 138, (C).
- Arslanalp, S., Eichengreen, B. y Simpson-Bell, C. (2023). "Gold as International Reserves: A Barbarous Relic No More?" *International Monetary Fund journal*, Volume 2023: Issue 014.
- Bernanke, B. (2005). "The global savings glut and the U.S. current account deficit". Homer Jones Lecture, abril 2005.
- Bertaut, C., von Beschwitz, B. y Curcuru, S. (2023). "The International Role of the U.S. Dollar, Post-COVID Edition". *FEDS Notes*. US Federal Reserve. Disponible en <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-international-role-of-the-us-dollar-post-covid-edition-20230623.html> Último acceso 31/01/2024.
- Blas, J. (2023). "The Myth of the Inevitable Rise of a Petroyuan." *Bloomberg*, 27/02/2023, disponible en <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2023-02-27/pricing-petroleum-in-china-s-yuan-sounds-inevitable-not-for-saudi-arabia> Último acceso 31/01/2024.
- Boz, E., C. Casas, G. Georgiadis, G. Gopinath, H. Le Mezo, A. Mehl, and T. Nguyen (2020). "Patterns in Invoicing Currency in Global Trade." *IMF Working Paper No. 20-126*.
- Canuto, O. (2023). "The U.S. Dollar's 'exorbitant privilege' remains". *Policy Center for the New South*, Policy Brief, Num. 21/23.
- Chen, X. (2016). "The Globalization of the Chinese Yuan (CNY) and Its Rising Role in the International Currency System". *China and WTO Review*. 2. 303-320.
- Chen, Y. (2023). "The Impact of Russia's De Dollarization on the International Status of the US Dollar". *Academic Journal of Business & Management*, Vol. 5, Issue 2: 17-21.
- Chitu, L., Eichengreen, B. y Mehl, A. (2014). "When did the dollar overtake sterling as the leading international currency? Evidence from the bond markets". *Journal of Development Economics*, 111, issue C, 225-245.
- Cohen B. (2009). "The future of reserve currencies". *World Bank, Finance & Development*, septiembre 2009.
- Coquidé, C., Lages, J. y Shepelyansky, D.L. (2023). "Prospects of BRICS currency dominance in international trade. *Applicated New Science* 8, 65.

- Cutts, R. (1990). "Power from the Ground Up: Japan's Land Bubble". Harvard Business Review, mayo-junio, 164-172.
- Den Besten, T., Di Casola, P. y Habib, M. (2023). "Geopolitical fragmentation risks and international currencies". BCE, The international role of the euro (3A): 49:53.
- Eichengreen, B. y Flandreau, M. (2009). "The rise and fall of the dollar (or when did the dollar replace sterling as the leading reserve currency?)," European Review of Economic History, Cambridge University Press, vol. 13(03): 377-411.
- Eichengreen, B. y Flandreau, M. (2010). "The Federal Reserve, the Bank of England and the rise of the dollar as an international currency, 1914-39," BIS Working Papers 328, Bank for International Settlements.
- Eichengreen, B., Mehl, A. y Chitu, L. (2020). "How Global Currencies Work: Past, Present, and Future". Princeton University Press.
- Eichengreen, B., Macaire, C., Mehl, A. Monnet, E. y Naef A. (2022). "Is Capital Account Convertibility Required for the Renminbi to Acquire Reserve Currency Status?". CEPR Press Discussion Paper No. 17498.
- Eichengreen, b. (2023). "How global currencies end". Project Syndicate, Commentary septiembre 2023. Disponible en <https://www.project-syndicate.org/commentary/will-us-dollar-global-hegemony-last-by-barry-eichengreen-2023-09> Último acceso 31/01/2024.
- Fahri, E. y Maggiori, M. (2017). "A model of the international monetary system". Quarterly Journal of Economics 133 (1): 295-355.
- Federal Reserve (2022). "Money and Payments: The US Dollar in the Age of Digital Transformation", disponible en: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/money-and-payments-20220120.pdf> Último acceso 31/01/2024.
- J.R.R. Tolkien (1937). "El hobbit". Ed. Minotauro, version 1982.
- Kayrouz, P. (2021). "Central Bank Digital Currencies and the Future of Money". Price Waterhouse Coopers special report, junio 2021.
- Kokenyne, A., Ley, J. y Veyrune, R. (2010). "Dedollarization". IMF Working Paper No. 10/188.
- Kumari, A., Kumari J., Sharma Y. y Bhatti, A. (2023). "Breaking dollar hegemony: exploring de-dollarization initiatives and their implications". Tuijinjishu/Journal of propulsion technology, Vol. 44, num. 6.
- García-Purriños, T. (2010). "El Euro bono: ¿utopía o realidad?". Rankia, La Vuelta al Gráfico y The Lost Economist, disponible en: <https://www.rankia.com/blog/tomas-garcia/624592-euro-bono-utopia-realidad> Último acceso 31/01/2024.
- García-Purriños, T. (2017). "Valorar el bitcoin". Rankia, La Vuelta al Gráfico, disponible en: <https://www.rankia.com/blog/tomas-garcia/3760222-valorar-bitcoin> Último acceso 31/01/2024.
- García-Purriños, T. (2019). "En qué situaciones el oro sirve como activo refugio". Fundspeople, junio 2019, disponible en: <https://fundspeople.com/es/opinion/en-que-situaciones-el-oro-sirve-realmente-como-activo-refugio/> Último acceso 31/01/2024.

- Galindo, A. J. y Leiderman, L. (2005). "Living with Dollarization and the Route to Dedollarization." Inter-American Development Bank Working Paper.
- Gerding, F. y Hartley, J. (2023). "De-Dollarization? Not So Fast". June 13, 2023. SSRN. Disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4477009 Último acceso 31/01/2024.
- Geering, S., Krys C. y Born, D. (2023). "What if the US Dollar loses its status as the world's reserve currency?" Roland Berger Institute, Roland Berger GMBH.
- Gopinath, G., Boz, C., Díez, F., Gourinchas, P. y Plagborg-Møller, M. (2020). "Dominant Currency Paradigm". American Economic Review, 110 (3): 677-719.
- Gourinchas, P. y Rey, H. (2014). "External Adjustment, Global Imbalances and Valuation Effects" en Gopinath, G., Helpman, E. y Rogoff, K. (2014), Handbook of International Economics, vol.4, (10): 585-645.
- Gourinchas, P. (2019). "The Dollar Hegemon? Evidence and Implications for Policy Makers". Prepared for the 6th Asian Monetary Policy Forum held on May 31, 2019, in Singapore.
- Gräb, J., Kostka, T. y Quint, D. (2019). "Quantifying the <<exorbitant privilege>> - potential benefits from a stronger international role of the euro". BCE: The international role of the euro (3): 51-61.
- Gibson, H., Palivos, T. y Tavlas, G (2014). "The Crisis in the Euro Area: An Analytic Overview, Journal of Macroeconomics, Volume 39, (B): 233-239.
- Hinote J. (2023). "The future of the Chinese Yuan: A global currency?". China-United States Exchange Foundation, July 2023.
- Ilzetzki, E., Reinhart, C. y Rogoff, K. (2019). "Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?". Quarterly Journal of Economics 134 (2): 599-646.
- Ito, H., y McCauley, R. N. (2020). "Currency composition of foreign exchange reserves". Journal of International Money and Finance, 102, 102104.
- Johnson, C. y Mackenzie M. (2023). "US Credit-Rating Outlook Changed to Negative by Moody's". Bloomberg.com, noviembre de 2023, disponible en: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-11-10/us-s-credit-rating-outlook-changed-to-negative-by-moody-s> Último acceso 31/01/2024.
- Likka K. y Aaron M. (2010). "Money Demand in Post-Crisis Russia: Dedollarization and Remonetization". Emerging Markets Finance and Trade, 46:2, 5-19.
- Maronoti, B. (2022). "Revisiting the international role of the US dollar". BIS Quarterly Review, December 2022, Box extraída del informe especial: "The global foreign exchange market in a higher volatility environment".
- Mehl, A. y Mlikota, M. (2023). "How is a leading international currency replaced by another? Old versus new evidence". BCE, The international role of the euro (3B): 54:62.
- Nelson, R. y Sutter, K. (2021). "De-dollarization efforts in China and Russia". Congressional Research Service. In focus, July 2021.
- Obstfeld, M. y Zhou, H. (2022). "The Global Dollar Cycle," Brookings Papers on Economic Activity, vol 2022 (2):361-447.
- Robinson, A. (2023). "De-dollarization: The dollar in doubt?" RBC Wealth Management.

Perez-Sainz y Zhang (2023). "Renminbi Usage in Cross-Border Payments: Regional Patterns and the Role of Swaps Lines and Offshore Clearing Banks". International Monetary Fund, Volume 2023: Issue 077.

Our World in Data (2023). Human Rights and Democracy Indicators. Última actualización enero 2024, disponible en: <https://www.cfr.org/background/dollar-worlds-reserve-currency> Último acceso 31/01/2024.

Salazar, J. (2016). "18 de noviembre de 1967: la devaluación de la libra esterlina". Cuadernos UCAB, num. 14.

Singleton, J., & Schenk, C. R. (2015). "The shift from sterling to the dollar, 1965–76: evidence from Australia and New Zealand". The Economic History Review, 68(4), 1154-1176.

Siripurapu, A. y Berman, N. (2023). "The Dollar: The World's Reserve Currency". Council of Foreign Relations, última actualización julio 2023, disponible en: <https://www.cfr.org/background/dollar-worlds-reserve-currency> Último acceso 31/01/2024.

Somogyi, F. (2022). "Dollar Dominance in FX Trading". Northeastern U. D'Amore-McKim School of Business Research Paper No. 4067388.

Stuenkel, O. (2020). "The BRICS and the Future of Global Order". Lexington Books, Second Edition.

Thiagarajan, R., Lacaille, R., Hurd A., Metcalfe, M. y Hanbin, I. (2023). "De-Dollarization". State Street White Paper.

The New York Times (2023). "Iran, Saudi Arabia and Egypt Invited to Join Emerging Nations Group". Nytimes.com (24/08/2023), disponible en: <https://www.nytimes.com/2023/08/24/world/europe/brics-expansion-xi-lula.html> Último acceso 31/01/2024.

Urquidi, V. (1994). "Bretton Woods: un recorrido por el primer cincuentenario". Revista de Comercio Exterior, México, octubre 1994, 838:847.

Vicquéry, R. (2022). "The Rise and Fall of Global Currencies over Two Centuries," Working papers 882, Banque de France.

Webb, Tim. (2010). "World gripped by 'international currency war'". TheGuardian.com, septiembre 2010, disponible en: <https://www.theguardian.com/business/2010/sep/28/world-in-international-currency-war-warns-brazil> Último acceso 31/01/2024.

Weiss, C. (2022). "Geopolitics and U.S. Dollar's future as a reserve". International Finance Discussion Papers 1359, Washington: Board of the Federal Reserve System.