

Desdolarización: ¿Está el dólar en decadencia y quién será su posible relevo?

Autor: Manuel Cortés Maza

manuelcortesmaza@gmail.com

Tutor: Jose Leopoldo Lopez Iglesias

Master en Inteligencia Económica.

Abstract: Este Trabajo de Final de Máster analiza la erosión de la hegemonía del dólar y evalúa la viabilidad de sus principales alternativas: el euro, el renminbi (RMB) y las monedas digitales, tanto privadas como emitidas por bancos centrales. Mediante un enfoque interdisciplinar que combina economía internacional y geopolítica, se examina la capacidad de cada divisa para cumplir las funciones de medio de intercambio, unidad de cuenta y reserva de valor. El estudio muestra que el euro sigue limitado por su fragmentación institucional, mientras que el RMB avanza a través de la Iniciativa de la Franja y la Ruta (BRI), donde África actúa como eje geoeconómico central. Sin embargo, esta expansión configura un sistema fragmentado más que una alternativa sistémica al dólar. Se concluye que el sistema internacional se aproxima a la trampa de Kindleberger: una transición hacia un orden multipolar más inestable y carente de un proveedor claro de estabilidad global.

Abstract: This Master's Thesis analyzes the erosion of U.S. dollar hegemony and assesses the viability of its main alternatives: the euro, the Chinese renminbi (RMB), and digital currencies, both private and central bank-issued. Using an interdisciplinary framework that bridges international economics and geopolitics, it evaluates each currency's ability to serve as a medium of exchange, unit of account, and store of value. The study finds that the euro remains limited by institutional fragmentation, while the RMB advances through the Belt and Road Initiative (BRI), with Africa as its geoeconomic hub. Yet this expansion produces a fragmented system rather than a systemic substitute for the dollar. The thesis concludes that the international system is approaching a Kindleberger trap: a transition toward a multipolar order that is increasingly unstable and lacks a clear provider of global monetary stability.

JEL classification: F33 ,F02, E42, F50, O19.

Palabras clave: Hegemonía monetaria · Internacionalización del renminbi (RMB) · Fragmentación geoeconómica · Iniciativa de la Franja y la Ruta (BRI) · Trampa de Kindleberger

Introducción.....	3
1.1. Condiciones para tener la moneda de reserva.....	3
1.1.1. Reserva de valor.....	3
1.1.2. Medio de intercambio.....	4
1.1.3. Unidad de cuenta.....	5
1.1.4. Efectos red.....	6
1.1.5. Otros factores estructurales.....	6
1.2. Implicaciones de tener la moneda de reserva.....	7
1.2.1. Beneficios financieros de poseer la moneda de reserva(Exorbitant Privilege)..	7
1.2.1.1. Señoreaje internacional.....	8
1.2.1.2. Renta de liquidez.....	8
Gráfico 1:Comparativa entre el bono alemán y el de EEUU a 10 años.....	9
1.2.1.3. Diferencial de rentabilidad externa.....	10
1.2.2. Beneficios geopolíticos.....	11
1.2.2.1. El poder de las sanciones financieras.....	11
1.2.2.2. Inteligencia financiera y efecto panóptico.....	12
1.2.2.3. Efecto disuasorio: el chokepoint financiero.....	12
1.2.2.4. Refuerzo de alianzas y poder blando.....	12
1.2.2.5. Límites y riesgos.....	13
1.3. ¿Existe un proceso de desdolarización?.....	13
Gráfico 2: Evolución de la deuda de EEUU entre 1971 y 2024.....	14
Gráfico 3: % global de reservas FX en dólar americano.....	15
2.Alternativas al dólar.....	16
2.1.El Euro.....	19
2.1.1. Lo que se esperaba: el euro como alternativa global.....	19
2.1.2. La crisis de 2008 y el euro: vulnerabilidades expuestas.....	20
2.1.3. Incompletitud institucional y condiciones incumplidas.....	21
2.1.4. Situación actual y prospectiva geopolítica.....	23
2.2.Yuan como alternativa sistémica emergente.....	23
Figura 1: Mapa comercio USA vs China EOM.....	24
Gráfico 4:Pagos internacionales China.....	25
2.2.1.La BRI como motor de la internacionalización del RMB.....	26
2.2.2.Criterios incumplidos por el RMB.....	30
2.2.3.Perspectiva académica.....	33
2.2.4. Autonomía vs. internacionalización.....	33
2.3. Criptodivisas y monedas digitales de bancos centrales (CBDCs).....	35
2.3.1. Bitcoin y criptomonedas descentralizadas.....	35
2.3.2. Stablecoins.....	36
2.3.3. Monedas digitales de bancos centrales (CBDCs).....	37
2.3.4. Conclusión.....	39
3. La trampa de Kindleberger y los ciclos hegemónicos en la historia económica.....	40
Conclusión.....	44
Bibliografía.....	46

Introducción

1.1. Condiciones para tener la moneda de reserva

La condición de moneda de reserva internacional no surge de manera espontánea ni se explica exclusivamente por los fundamentos económicos de un país. Se trata de un fenómeno complejo que combina factores **macroeconómicos, financieros, institucionales y geopolíticos**, los cuales generan la confianza y aceptación global necesarias para su uso. La literatura clásica y reciente coincide en que las monedas internacionales deben cumplir con las tres funciones monetarias básicas —reserva de valor, medio de intercambio y unidad de cuenta—, pero también enfatiza que dichos atributos solo se sostienen en presencia de mercados financieros desarrollados, instituciones creíbles y poder geopolítico (Eichengreen, 2011; Chinn & Frankel, 2008; Siranova & Rocha, 2019).

Más allá de esta visión normativa, estudios recientes han demostrado que la emergencia de una divisa como moneda de reserva responde también a **procesos históricos de inercia, efectos de red y lock-in**, que explican por qué divisas como la libra esterlina mantuvieron un papel relevante incluso después de que Reino Unido perdiera su primacía económica (Liu, 2023). Este apartado, por tanto, examina los determinantes de una moneda de reserva desde una perspectiva integral, abordando las funciones básicas, los efectos de red y otros factores estructurales, al tiempo que incorpora las críticas y matices presentes en la literatura académica contemporánea.

1.1.1. Reserva de valor

El atributo de **reserva de valor** es considerado el pilar más crítico para consolidar una moneda como divisa de reserva global. Implica que la moneda conserve su poder adquisitivo y sea percibida como un activo seguro, incluso en contextos de crisis internacionales. Según Triffin (1960), la confianza en la moneda de reserva está ampliamente ligada a la estabilidad macroeconómica del país emisor, la credibilidad de su política monetaria y su capacidad para sostener bajos niveles de inflación de manera persistente.

Este atributo depende también de la existencia de **mercados financieros desarrollados y líquidos**, capaces de absorber grandes volúmenes de capital sin alterar significativamente los precios. El caso paradigmático es el mercado de bonos del Tesoro estadounidense, considerado desde la Segunda Guerra Mundial como el activo refugio por excelencia

(Krishnamurthy & Vissing-Jorgensen, 2012). Los Treasuries ofrecen seguridad, liquidez y escalabilidad, elementos que permiten a los bancos centrales mantener grandes reservas denominadas en dólares.

No obstante, investigaciones recientes han matizado este enfoque. Siranova y Rocha (2019), en un análisis de 34 indicadores para medir el grado de internacionalización de distintas divisas, muestran que la estabilidad macroeconómica es necesaria pero no suficiente. Existen episodios históricos en los que monedas con fundamentos relativamente sólidos no lograron consolidarse como reservas internacionales debido a déficits institucionales o a una falta de apoyo geopolítico. Asimismo, el World Inequality Lab (2024) señala que, si bien Estados Unidos sigue siendo el principal beneficiario, la capacidad de una moneda para actuar como reserva de valor puede ser compartida, como ocurre parcialmente con el euro y el yen.

En resumen, la condición de reserva de valor descansa tanto en la **percepción de estabilidad interna** como en la **arquitectura financiera internacional**, donde los activos emitidos por el país emisor se convierten en refugio preferido para el ahorro global.

1.1.2. Medio de intercambio

La función de medio de intercambio exige que la moneda sea ampliamente aceptada para liquidar transacciones internacionales. Esto implica la existencia de una infraestructura global de pagos eficiente, redes de bancos corresponsales y sistemas de compensación seguros.

El dólar estadounidense domina esta función con claridad: según el Bank for International Settlements (2022), está presente en cerca del 88% de todas las transacciones cambiarias, consolidando su papel como vehículo dominante en los mercados de divisas. Gopinath y Stein (2021) destacan que esta hegemonía no depende solo del tamaño de la economía estadounidense, sino también de la centralidad del dólar en la facturación comercial internacional. Más del 60% de las exportaciones mundiales se facturan en dólares, incluso cuando Estados Unidos no es parte de la transacción.

Esta centralidad crea un ciclo auto-reforzado: a mayor uso del dólar como medio de intercambio, mayor la demanda de activos financieros en dólares, lo cual alimenta a su vez el rol del dólar como reserva de valor. Liu (2023) enfatiza este fenómeno como un claro ejemplo de “network lock-in”, donde la coordinación global en torno a una divisa impide que

otras alternativas puedan reemplazarla fácilmente, incluso si los fundamentos del país emisor se deterioran.

Sin embargo, la literatura subraya que el medio de intercambio internacional no siempre coincide con la moneda de reserva dominante. Siranova y Rocha (2019) muestran que monedas como el euro han alcanzado relevancia en pagos regionales (por ejemplo, en Europa del Este y el Mediterráneo), sin desplazar al dólar en los flujos globales. Esto invita a pensar la internacionalización monetaria como un proceso segmentado, donde diferentes monedas pueden especializarse en funciones distintas.

1.1.3. Unidad de cuenta

La función de **unidad de cuenta** se refiere al uso de una divisa como referencia para denominar precios, contratos y deudas internacionales. Esta dimensión es estratégica, pues reduce el riesgo cambiario para quienes operan en esa moneda y aumenta la demanda estructural de activos financieros denominados en ella.

El dólar es la principal referencia en los mercados de materias primas —especialmente petróleo, gas y productos agrícolas—, lo que refuerza su rol central en la economía global (Weiss, 2022). Además, la mayor parte de la deuda internacional se emite en dólares, lo que consolida su posición como divisa de referencia en los contratos financieros. Este predominio no surgió de manera espontánea, sino que se cimentó tras los **Acuerdos de Bretton Woods de 1944**, en los que se estableció un sistema monetario internacional con el dólar como divisa convertible en oro y eje de paridades fijas. En la práctica, este diseño otorgó a Estados Unidos una ventaja estructural: su moneda se convirtió en el principal medio de pago internacional y en la referencia para la facturación de bienes estratégicos.

La institucionalidad de Bretton Woods —con la creación del FMI y el Banco Mundial— reforzó la centralidad del dólar al situarlo en el núcleo del sistema de pagos y de la provisión de liquidez internacional. Tras la ruptura de la convertibilidad en 1971, lejos de perder ese papel, el dólar lo consolidó gracias a su uso en el comercio de petróleo y otras materias primas, amparado en acuerdos bilaterales con Arabia Saudí y la OPEP durante la década de 1970. De este modo, el marco de Bretton Woods y las decisiones posteriores configuraron un orden financiero internacional particularmente beneficioso para Estados Unidos, en el que el dólar quedó institucionalizado como unidad de cuenta en los contratos de materias primas y como pilar de las finanzas globales.

Gopinath (2015) introdujo el concepto de “dominant currency paradigm”, que sostiene que los precios y contratos internacionales están mayoritariamente fijados en unas pocas monedas dominantes, lo que refuerza la estabilidad de su uso. En este marco, incluso los países que no comercian directamente con Estados Unidos eligen el dólar como referencia, reduciendo así su exposición al riesgo cambiario.

Sin embargo, la literatura reciente advierte que esta hegemonía contractual puede verse cuestionada por factores geopolíticos. Weiss (2022) muestra que cerca del 75% de los activos en dólares en manos de gobiernos extranjeros corresponden a países aliados militarmente de Estados Unidos, lo que sugiere que la unidad de cuenta no se explica solo por fundamentos de eficiencia económica, sino también por **alianzas estratégicas y coerción geopolítica**.

1.1.4. Efectos red

El uso internacional de una moneda está fuertemente condicionado por los **efectos de red**. Cuantos más actores económicos adoptan una divisa, mayor es su utilidad para los demás, lo que reduce los costes de transacción y genera economías de escala. Este fenómeno explica la persistencia de la libra esterlina como moneda internacional incluso después de la pérdida de la supremacía económica británica (Krugman, 1980; Liu, 2023).

Liu (2023) demuestra que los efectos de red generan **histeresis monetaria**, donde una divisa puede mantener su rol global más allá de la lógica de los fundamentos. En este sentido, el dólar se beneficia de un **ecosistema auto-reforzado**: es dominante en el comercio, en las reservas, en la emisión de deuda y en la arquitectura de pagos. Esta interdependencia crea una barrera de entrada casi infranqueable para divisas emergentes, incluso cuando los fundamentos relativos de la economía estadounidense se erosionan.

El euro ilustra la dificultad de superar estos efectos de inercia. A pesar de contar con mercados financieros desarrollados y una base económica amplia, la fragmentación institucional de la Eurozona ha impedido que alcance la misma centralidad que el dólar. De manera similar, el renminbi chino ha expandido su uso regional, pero enfrenta restricciones derivadas del control de capitales y de la falta de confianza institucional (Siranova & Rocha, 2019).

1.1.5. Otros factores estructurales

Más allá de las funciones monetarias y los efectos de red, la literatura subraya la importancia de factores estructurales y políticos. Entre ellos destacan:

1. **Tamaño económico y peso comercial:** el emisor de la moneda de reserva debe tener un peso significativo en el PIB y en el comercio global, lo que genera demanda natural por su divisa (Eichengreen, 2011).
2. **Apertura de la cuenta de capital:** la posibilidad de entrada y salida libre de capitales es esencial para atraer inversiones internacionales. Sin embargo, Siranova & Rocha (2019) muestran que esta condición sólo es efectiva si va acompañada de instituciones sólidas.
3. **Calidad institucional y Estado de derecho:** la credibilidad de los marcos regulatorios y la previsibilidad de la política económica refuerzan la confianza en la moneda (Chinn & Ito, 2006).
4. **Poder geopolítico y respaldo militar:** el liderazgo internacional en seguridad y diplomacia incrementa la confianza en el emisor. Como demuestran Weiss (2022) y Helleiner (2008), la supremacía del dólar se consolidó no solo por factores económicos, sino también por la red de alianzas militares de EE.UU. tras la Segunda Guerra Mundial.

En conjunto, estos elementos confirman que la internacionalización de una moneda es un proceso híbrido, en el que se combinan atributos de eficiencia económica con consideraciones institucionales y geopolíticas.

1.2. Implicaciones de tener la moneda de reserva

1.2.1. Beneficios financieros de poseer la moneda de reserva (Exorbitant Privilege)

La posición del dólar estadounidense como principal moneda de reserva internacional ha otorgado a Estados Unidos ventajas financieras únicas, que la literatura ha conceptualizado bajo el término *Exorbitant Privilege*. Este concepto, popularizado por Barry Eichengreen (2011), alude a la capacidad de EE. UU. de beneficiarse de su condición de emisor de la divisa dominante en el comercio, las finanzas y las reservas internacionales. Según la influyente formulación de Gourinchas y Rey (2007), este privilegio se materializa en tres beneficios financieros principales: el señoreaje internacional, la renta de liquidez y el diferencial de rentabilidad externa.

A continuación, se desarrollan en detalle estos tres pilares, integrando las contribuciones de la literatura académica reciente y destacando tanto sus implicaciones como las críticas que han recibido.

1.2.1.1. Señoreaje internacional

El concepto de señoreaje, entendido tradicionalmente como el beneficio que obtiene un Estado al emitir moneda, adquiere una dimensión mucho mayor cuando se trata de la divisa de reserva global. En el caso del dólar estadounidense, su condición de moneda dominante en el sistema financiero internacional ha permitido a Estados Unidos financiar déficits persistentes emitiendo deuda en su propia divisa, transfiriendo buena parte de los costes de ajuste al resto del mundo. De este modo, el país se beneficia no solo del uso doméstico de su moneda, sino también de la demanda global que garantiza liquidez, estabilidad y capacidad de endeudamiento a bajo coste.

El mecanismo central de este señoreaje internacional se apoya en la acumulación de dólares y de bonos del Tesoro estadounidense por parte de bancos centrales y fondos soberanos extranjeros. Esta tenencia masiva de activos en dólares sostiene la hegemonía del sistema financiero estadounidense y asegura una demanda estructural de deuda pública. Tal situación permite a EE. UU. cubrir sus necesidades externas sin el riesgo de crisis de balanza de pagos que afrontan otros países. Este primer beneficio se complementa con otros dos mecanismos financieros —la renta de liquidez y el diferencial de rentabilidad externa— que, en conjunto consolidan lo que Gourinchas y Rey (2010) definieron como un “*exorbitant privilege*”.

Las implicaciones económicas de este privilegio son notables: Washington puede endeudarse en su propia divisa a costes más bajos que sus competidores, proyectar déficits gemelos durante décadas y, en determinados momentos, exportar inflación al resto del mundo mediante expansiones monetarias internas. Además, el señoreaje internacional fortalece la posición del dólar como activo refugio en momentos de inestabilidad, lo que refuerza un círculo virtuoso en favor de su centralidad.

1.2.1.2. Renta de liquidez

Un segundo componente del *Exorbitant Privilege* es la renta de liquidez. Se refiere a la **prima de seguridad y liquidez** que los inversores internacionales están dispuestos a pagar por mantener activos en dólares, especialmente bonos del Tesoro estadounidense. En términos financieros, esta renta se observa en que los Treasuries ofrecen rendimientos inferiores a los que corresponderían a un mercado perfectamente competitivo, incluso tras descontar el riesgo cambiario (Krishnamurthy & Vissing-Jorgensen, 2012).

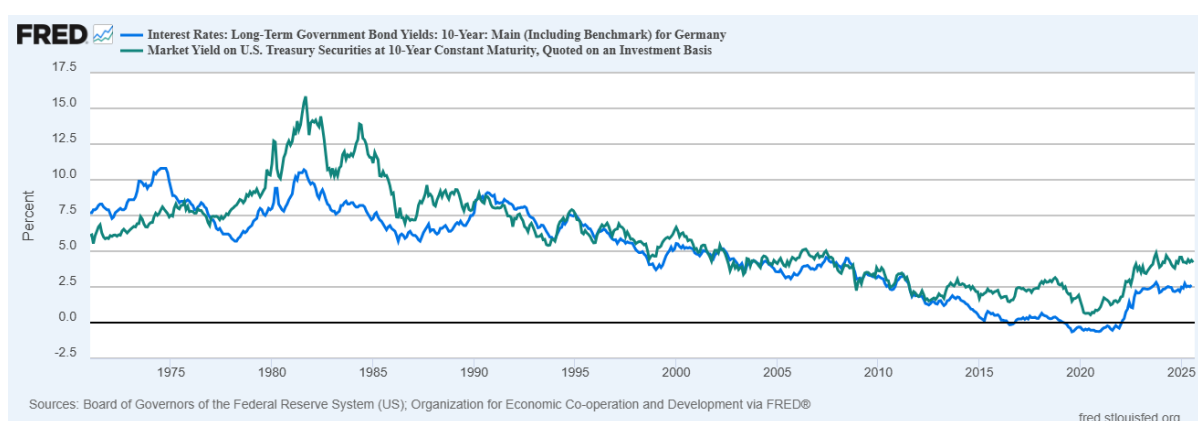
Gourinchas, Rey y Govillot (2010) conceptualizaron este fenómeno como un “subsidio implícito” del resto del mundo hacia Estados Unidos, que se traduce en un menor coste de

financiación soberana. Según sus cálculos, esta ventaja equivale a entre el 0,5% y el 1% del PIB anual estadounidense. La lógica es análoga a la de una “prima de conveniencia” (*convenience yield*): los inversores aceptan un retorno más bajo a cambio de las cualidades no pecuniarias de los Treasuries, como su liquidez y seguridad.

Este privilegio se intensifica en momentos de crisis. El trabajo de Jiang, Krishnamurthy y Lustig (2022) sobre el “Dollar safety and the global financial cycle” muestra cómo, en episodios de volatilidad, los Treasuries se benefician de una demanda extraordinaria como activos refugio, reduciendo aún más sus rendimientos. En términos de ciclo financiero global, el dólar actúa como un estabilizador: su condición de activo seguro refuerza la dependencia mundial del sistema financiero estadounidense.

Ahora bien, la renta de liquidez no es inmutable. El diferencial de rendimiento entre los bonos del Tesoro estadounidense y los Bunds alemanes ha mostrado una marcada variabilidad histórica. Como ilustra el gráfico 1, en periodos de fuerte incertidumbre —como la crisis financiera global de 2008 o la recesión provocada por la pandemia en 2020— los rendimientos de los Treasuries cayeron de forma más acusada que los de los Bunds, reflejando la preferencia global por los activos en dólares como refugio. Por el contrario, en fases de relativa estabilidad, como durante gran parte de la década de 2010, ese diferencial se redujo considerablemente e incluso llegó a invertirse, lo que demuestra que la prima de conveniencia del dólar fluctúa con el ciclo financiero global y depende de la percepción de riesgo e incertidumbre en los mercados internacionales.

Gráfico 1: Comparativa entre el bono alemán y el de EEUU a 10 años.



Fuente y elaboración: Reserva Federal del Banco de Saint Louis.

Además, el incremento de la deuda pública estadounidense —que alcanzó un **122,5 % del PIB en 2025** (IMF, 2025)— plantea interrogantes sobre la sostenibilidad de esta percepción de seguridad a largo plazo. Por tanto, aunque la liquidez estructural de los mercados en

dólares asegura la persistencia de este beneficio, su magnitud puede fluctuar dependiendo de la coyuntura global y de la credibilidad fiscal estadounidense.

1.2.1.3. Diferencial de rentabilidad externa

El tercer beneficio del *Exorbitant Privilege* es el diferencial de rentabilidad externa, también denominado *valuation gains*. Este fenómeno describe cómo Estados Unidos obtiene sistemáticamente retornos más elevados sobre sus activos en el exterior que los que paga por sus pasivos con el resto del mundo.

La explicación radica en la composición asimétrica de la posición de inversión internacional de EE.UU. Sus pasivos externos consisten mayoritariamente en deuda pública de bajo rendimiento, adquirida por bancos centrales y fondos soberanos extranjeros. Sus activos externos, en cambio, se concentran en instrumentos de mayor riesgo y rentabilidad, como la inversión directa extranjera (IDE) y las participaciones en capital accionario. En palabras de Gourinchas y Rey (2007), Estados Unidos se comporta como un “venture capitalist global”: capta ahorro barato del resto del mundo y lo reinvierte en activos de mayor rentabilidad.

La evidencia empírica es contundente. En el período de tipos de cambio flotantes posterior a 1973, los activos externos estadounidenses han generado retornos promedio de entre **2 y 3 puntos porcentuales superiores** a los de sus pasivos (Gourinchas & Rey, 2007; Curcuru, Dvorak & Warnock, 2008). Este diferencial explica por qué, pese a mantener una posición de inversión internacional neta persistentemente negativa —estimada en torno al **–20% del PIB en 2023** según el Bureau of Economic Analysis, y cercana al **–75 % del PIB a inicios de 2024** según cálculos de la Reserva Federal de St. Louis—, Estados Unidos registró superávits recurrentes en la balanza de rentas. Esta paradoja se entiende porque sus pasivos se concentran en deuda pública de bajo rendimiento, mientras que sus activos externos incluye inversión directa y patrimonial con retornos más elevados.

Estudios recientes han ampliado este análisis. El **World Inequality Lab (2024)** ha mostrado que, aunque el *exorbitant privilege* sigue siendo particularmente fuerte en Estados Unidos, también puede observarse en menor medida en otras economías avanzadas. De ahí que algunos autores plantean la hipótesis de que este privilegio se ha transformado en un “**rich world privilege**”, en el que varias economías ricas se benefician de retornos asimétricos frente al resto del mundo. No obstante, Estados Unidos conserva la posición más dominante debido a la centralidad de sus mercados financieros y a la liquidez única de sus activos soberanos.

Sin embargo, este beneficio tampoco está exento de controversia. Curcucu et al. (2008) cuestionan que el diferencial de retornos sea tan amplio como sugieren las estimaciones iniciales, señalando problemas de medición en la balanza de pagos. Asimismo, la creciente competencia de otros centros financieros —como la Eurozona, el Reino Unido o Hong Kong— podría reducir la capacidad estadounidense de mantener retornos superiores en el futuro.

1.2.2. Beneficios geopolíticos

La condición de emisor de la principal moneda de reserva mundial no solo genera beneficios financieros y económicos, sino también un conjunto de **ventajas geopolíticas** de primer orden. El dólar estadounidense constituye el núcleo del sistema monetario y financiero internacional, lo que otorga a Estados Unidos la capacidad de **instrumentalizar la interdependencia global** en favor de sus intereses estratégicos. En la literatura reciente, esta dimensión se ha conceptualizado bajo el prisma de la **interdependencia armada** (***weaponized interdependence***) (Farrell & Newman, 2019), que resalta cómo los Estados que controlan nodos centrales en las redes económicas y financieras internacionales pueden emplearlos como herramientas de coerción.

1.2.2.1. El poder de las sanciones financieras

Una de las principales ventajas geopolíticas que Estados Unidos obtiene de la hegemonía del dólar es su capacidad para diseñar y aplicar **sanciones financieras de alcance extraterritorial**. Dado que la mayoría de las transacciones internacionales denominadas en dólares deben pasar en algún momento por el sistema bancario estadounidense, Washington puede bloquear, congelar o rastrear activos de actores extranjeros incluso cuando no tienen una presencia directa en su territorio.

El caso de las sanciones contra Irán tras la retirada de EE. UU. del acuerdo nuclear en 2018 ilustra este fenómeno. Aunque muchas empresas europeas no tenían actividad en Estados Unidos, se vieron obligadas a cumplir con las sanciones por temor a perder acceso al sistema financiero basado en el dólar (Farrell & Newman, 2019). De este modo, la **centralidad estructural del dólar en los pagos internacionales** permite a EE. UU. imponer políticas unilaterales con efectos globales, trascendiendo el marco clásico de la coerción económica bilateral (Garofalo et al., 2025).

Este poder sancionador, que Zarate (2013) denomina la “guerra del Tesoro”, se ha convertido en una de las principales herramientas de política exterior estadounidense desde

los atentados del 11-S. El Departamento del Tesoro, en coordinación con la Reserva Federal y la red de corresponsalías bancarias globales, ha creado una infraestructura sin precedentes para **rastrear flujos financieros, penalizar instituciones y obligar a terceros países a cooperar**. La amenaza de exclusión del sistema SWIFT o del mercado de compensación en dólares constituye un mecanismo coercitivo de enorme alcance.

1.2.2.2. Inteligencia financiera y efecto panóptico

Más allá de las sanciones, la posición privilegiada del dólar confiere a Estados Unidos un **efecto panóptico** sobre el sistema financiero internacional. Farrell y Newman (2019) sostienen que el control sobre nodos centrales de redes como SWIFT o CHIPS permite a EE. UU. recopilar información estratégica sobre flujos financieros globales. Este acceso no solo sirve para identificar actividades ilícitas (lavado de dinero, financiación del terrorismo), sino también para mapear redes de influencia económica y política.

La capacidad de recopilar datos financieros masivos fortalece el poder de inteligencia de Estados Unidos y lo dota de ventajas comparativas en contextos de **competencia geopolítica**. El dólar, en este sentido, no solo es un medio de pago, sino un instrumento de vigilancia estructural.

1.2.2.3. Efecto disuasorio: el chokepoint financiero

Otro beneficio geopolítico es el **efecto de punto de estrangulamiento (chokepoint)**. Al dominar los canales de compensación en dólares, EE. UU. puede **expulsar del sistema internacional** a bancos, empresas o incluso países enteros. La exclusión del dólar implica quedar marginado de los principales circuitos de comercio y finanzas internacionales, lo que convierte esta herramienta en un mecanismo de disuasión sin equivalente.

El caso de los bancos norcoreanos o de instituciones financieras vinculadas a organizaciones terroristas demuestra la efectividad de este instrumento. Como señalan Garofalo et al. (2025), la amenaza de exclusión del dólar genera **efectos de sobrecumplimiento**: muchas entidades financieras adoptan voluntariamente estándares regulatorios estadounidenses para evitar sanciones, ampliando así el alcance del poder de Washington.

1.2.2.4. Refuerzo de alianzas y poder blando

El privilegio geopolítico del dólar también se manifiesta en su capacidad para **estructurar alianzas y dependencias estratégicas**. Weiss (2022) estima que alrededor del 75 % de las

reservas internacionales en dólares están en manos de aliados militares de EE. UU., lo que refuerza la interconexión entre seguridad y finanzas.

La dependencia de activos en dólares crea incentivos para mantener la cooperación política con Washington, pues una ruptura podría poner en riesgo la estabilidad financiera de los países aliados. En este sentido, la hegemonía del dólar actúa como una forma de **poder blando**, generando confianza en la seguridad jurídica y financiera de EE. UU., pero también como **poder duro**, al consolidar jerarquías en la economía internacional.

1.2.2.5. Límites y riesgos

Si bien los beneficios geopolíticos del dólar son significativos, no están exentos de riesgos. Por un lado, el uso intensivo de sanciones y la instrumentalización del sistema financiero generan **incentivos para la desdolarización** y el desarrollo de mecanismos alternativos de pago (Garofalo et al., 2025). La creación del sistema CIPS por parte de China o los intentos europeos de reforzar el euro como divisa internacional responden a esta percepción de vulnerabilidad.

Por otro lado, la **politización excesiva de la infraestructura financiera** puede erosionar la legitimidad del dólar como moneda de reserva global, ya que otros Estados perciben su uso como un arma geopolítica y no solo como un medio neutral de transacción.

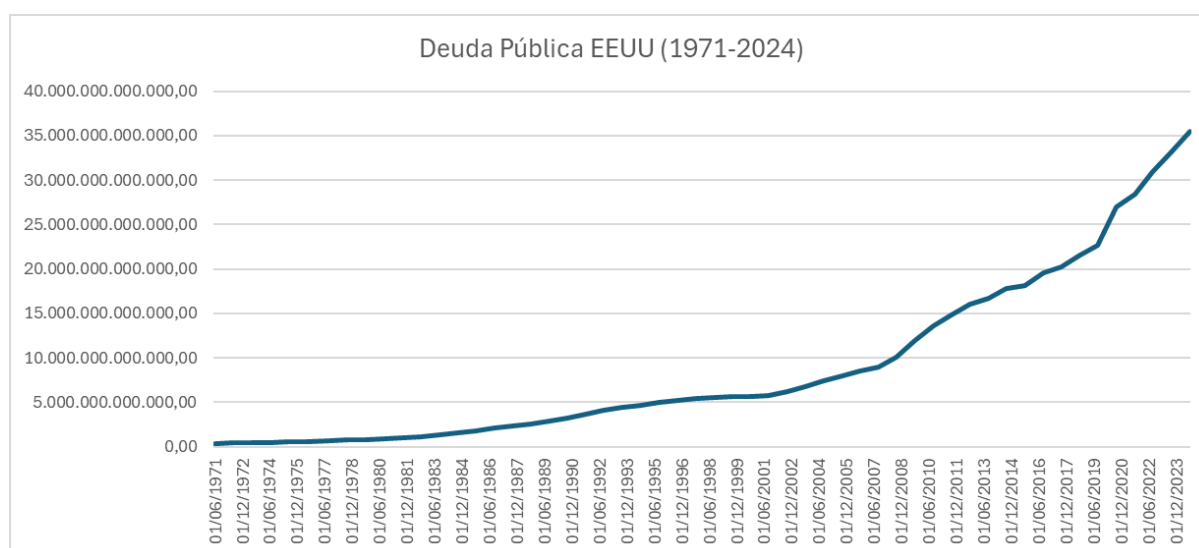
1.3. ¿Existe un proceso de desdolarización?

La hegemonía del dólar se ha sustentado históricamente en la **credibilidad fiscal y monetaria de Estados Unidos**, así como en su capacidad para proveer al mundo de **activos seguros y líquidos** en forma de bonos del Tesoro. Estos instrumentos constituyen el principal refugio global gracias a la profundidad de los mercados financieros estadounidenses y a la confianza en sus instituciones (Krishnamurthy & Vissing-Jorgensen, 2012). Sin embargo, la capacidad de emitir esos activos seguros depende de manera directa de la **disciplina fiscal**: déficits excesivos o un endeudamiento insostenible pueden minar la confianza en la solvencia del Tesoro y, por extensión, en el dólar como divisa de reserva.

Este vínculo entre la provisión de liquidez internacional y la sostenibilidad fiscal refleja lo que Robert Triffin (1960) formuló como el **dilema de Triffin**: para abastecer al resto del mundo de dólares, Estados Unidos debe registrar déficits persistentes e incrementar su deuda, pero esa misma dinámica erosiona con el tiempo la credibilidad de su moneda. La evolución del techo de deuda ilustra bien esta paradoja: desde 1971 se ha aumentado en **73**

ocasiones y suspendido en otras **8**, sin que las políticas fiscales recientes apunten a una corrección estructural de esta trayectoria. En la actualidad, la tensión se manifiesta con especial intensidad. La deuda pública estadounidense ha alcanzado un **122,5 % del PIB en 2025** (IMF, 2025), y el coste de intereses ya representa en torno al **3,2% del PIB**, tras un incremento de la tasa media de financiación del **1,77% en 2020 al 3,32 % en 2024** (U.S. Treasury, 2025; CBO, 2025). Este aumento de la carga financiera, impulsado por un déficit fiscal que entre 2024 y 2025 creció un **31,2 % en términos nominales**, plantea riesgos de *crowding out* sobre el gasto productivo y refuerza la percepción de que la sostenibilidad a largo plazo del dólar se encuentra bajo presión.

Gráfico 2: Evolución de la deuda de EEUU entre 1971 y 2024.

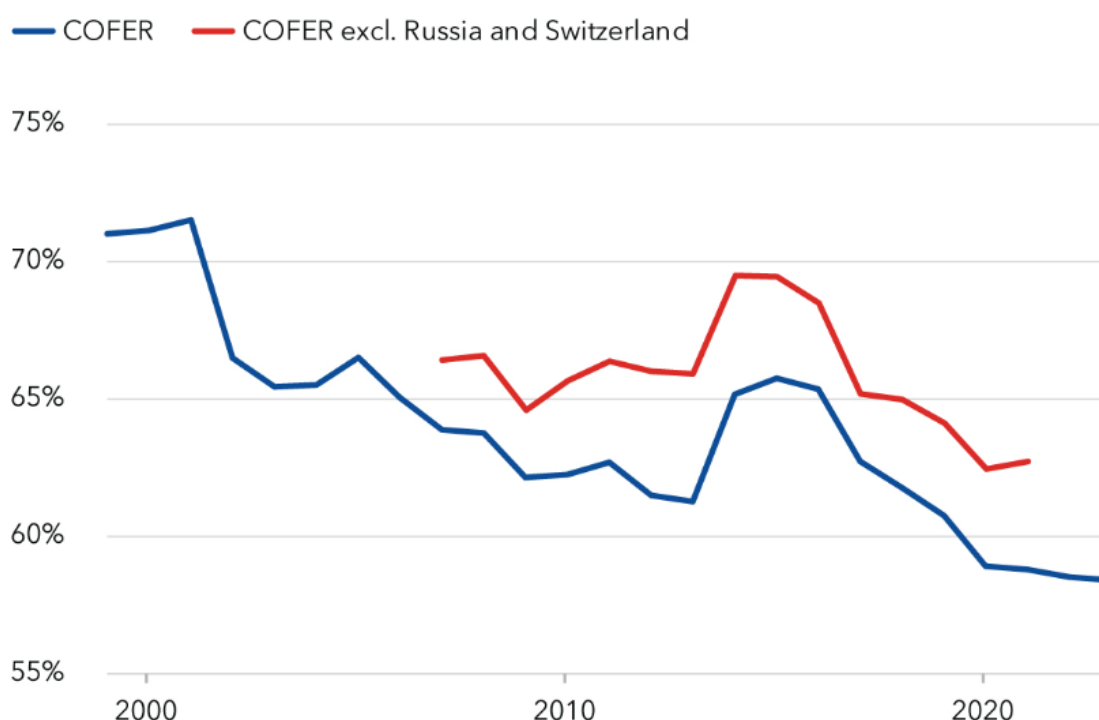


Fuente :U.S. Department of the Treasury, Fiscal Data (2025). Historical Debt Outstanding. Gráfico de elaboración propia.

En este contexto, el dilema de Triffin se ha transformado en lo que Caballero, Farhi y Gourinchas (2017) denominan una **escasez global de activos seguros**. La elevada demanda internacional de dólares obliga a Estados Unidos a seguir emitiendo deuda, pero cada nuevo incremento refuerza las dudas sobre su capacidad de pago futura. Así, el mismo atributo que sostiene la hegemonía del dólar —su rol como principal proveedor de liquidez mundial— es también el que fragiliza su posición en el largo plazo. La paradoja resulta evidente: cuanto más indispensable es el dólar para el sistema, mayor es la vulnerabilidad asociada a su hegemonía.

Gráfico 3: % global de reservas FX en dólar americano.

Percentage of global FX reserves held in US dollars



Sources: IMF COFER; Bank of Russia and Swiss National Bank.

Note: The red line is calculated by removing Russian and Swiss holdings, disclosed by Bank of Russia and Swiss National Bank, from COFER aggregates.

IMF

Algunas evidencias de que esta paradoja se está descontando en el mercado se puede observar en las reservas internacionales de la mayoría de bancos centrales. Aunque el dólar mantiene el 58,4 % de las reservas mundiales según el COFER del FMI en 2023, frente al 71 % en 1999, se observa una **diversificación gradual y deliberada**. Arslanalp, Eichengreen y Simpson-Bell (2022) documentan que un 25 % de esta reducción responde al incremento del renminbi, pero el 75 % se explica por el auge de monedas no tradicionales como el dólar canadiense, el australiano o el franco suizo. Este fenómeno se debe a que los bancos centrales, gestores de enormes carteras de reservas, han adoptado estrategias de **diversificación activa**. A medida que las reservas globales se expandieron —especialmente tras la crisis asiática y la de 2008—, los gestores empezaron a distinguir entre un “tramo de liquidez”, concentrado en dólares y euros, y un “tramo de inversión”, con margen para buscar mayor rentabilidad en divisas alternativas.

Este cambio refleja que los bancos centrales ya no son actores pasivos: su prudencia institucional coexiste con una creciente sofisticación en gestión de activos. La

diversificación, aunque limitada, constituye uno de los motores de la desdolarización parcial, más vinculada a decisiones estratégicas de portafolio que a un colapso estructural del dólar.

La dimensión política y geopolítica refuerza este proceso. Como han mostrado Farrell y Newman (2019), el control estadounidense sobre las redes financieras internacionales ha convertido al dólar en un instrumento de coerción a través de sanciones y exclusiones de SWIFT. Este fenómeno ha incentivado a países como Rusia, Irán y más recientemente China a crear sistemas de pagos alternativos y a promover el uso de monedas propias en el comercio internacional.

De forma paralela, el auge de la **fragmentación geoeconómica** tras la guerra de Ucrania y la rivalidad EE.UU.–China apunta hacia una regionalización del sistema monetario (IMF–CEPR, 2023). No se trata de una sustitución frontal del dólar, sino de la aparición de esferas de influencia monetaria más acotadas, con el renminbi en Asia o el euro en Europa. Los actores que puedan sustituir al dólar en alguno de los aspectos que caracterizan a la moneda de reserva mundial se tratarán en los siguientes puntos.

En este contexto, la capacidad del dólar para seguir siendo **reserva de valor** —atributo central de toda moneda de reserva— depende de que Estados Unidos preserve la credibilidad de su política fiscal y monetaria. De no mediar un cambio sustancial en esa trayectoria, el dólar seguirá siendo la divisa dominante, pero con un privilegio cada vez más cuestionado y sujeto a erosión en un mundo donde alternativas parciales comienzan a emerger.

El examen del *exorbitant privilege* y de las tensiones internas que afronta el dólar revela una paradoja: la divisa sigue siendo indispensable, pero al mismo tiempo su hegemonía se fragiliza con cada incremento de deuda y con cada episodio de incertidumbre fiscal. Surge así la pregunta que guiará el siguiente capítulo: **si la confianza en el dólar se debilita, ¿qué otro activo o divisa estaría en condiciones de tomar el testigo como reserva de valor mundial?**

2. Alternativas al dólar

Antes de analizar las alternativas al dólar como moneda de reserva internacional, resulta indispensable recuperar la memoria histórica de cómo y por qué la divisa estadounidense alcanzó esa posición central en la arquitectura monetaria internacional. Sin esta contextualización, se corre el riesgo de concebir la hegemonía del dólar como un fenómeno “natural”, cuando en realidad fue el resultado de un conjunto de decisiones políticas,

circunstancias históricas y asimetrías estructurales que se remontan a mediados del siglo XX.

Hasta la Primera Guerra Mundial, la libra esterlina fue la divisa dominante gracias al poder comercial y financiero británico y a la centralidad de la City de Londres. Sin embargo, los costes económicos de dos guerras mundiales, el debilitamiento fiscal del Reino Unido y la pérdida de competitividad productiva erosionaron gradualmente el papel de la libra como divisa internacional.

La crisis del patrón oro en la década de 1930 aceleró este proceso. La desintegración del comercio global, las devaluaciones competitivas y la inestabilidad financiera dejaron al sistema internacional en un limbo monetario hasta la posguerra. Fue en este vacío cuando emergió el dólar como sustituto.

La Conferencia de Bretton Woods de 1944 representó el momento fundacional de este nuevo orden. Allí se estableció un sistema de paridades fijas en el cual el dólar se convertía en la única divisa convertible en oro a una paridad fija (35 USD por onza), mientras que el resto de monedas anclaban sus valores a la divisa estadounidense. Este acuerdo no solo dio primacía al dólar, sino que se institucionalizó mediante la creación de dos organismos centrales: el **Fondo Monetario Internacional (FMI)** y el **Banco Mundial**.

Ambas instituciones fueron concebidas como **entes estabilizadores** del sistema. El FMI tenía la misión de garantizar la estabilidad cambiaria y proveer liquidez a los países con desequilibrios temporales de balanza de pagos, evitando que recurrieran a devaluaciones desordenadas que pudieran desestabilizar el orden global. El Banco Mundial, por su parte, debía financiar la reconstrucción europea y, más adelante, el desarrollo de economías emergentes, canalizando recursos para asegurar un crecimiento sostenido dentro del marco capitalista liderado por Estados Unidos. En ambos casos, el dólar se convirtió en la divisa de referencia de préstamos, programas de ajuste y reservas internacionales, reforzando su rol como moneda central del sistema.

La ventaja comparativa de Estados Unidos era clara: al finalizar la Segunda Guerra Mundial concentraba cerca de la mitad del PIB mundial y más de dos tercios de las reservas de oro, además de poseer un sistema financiero sólido y unos mercados de capitales líquidos y amplios (Eichengreen, 2011). En este contexto, el dólar pasó a ser el referente natural para pagos internacionales, reservas oficiales y contratos financieros.

El sistema de Bretton Woods no fue simplemente un diseño técnico, sino la expresión de la hegemonía estadounidense en el orden económico de posguerra. Charles Kindleberger

(1973) subrayó que la estabilidad internacional requiere que una potencia hegemónica proporcione “bienes públicos” a escala global: estabilidad monetaria, liquidez internacional y un marco institucional confiable.

Durante las primeras décadas de posguerra, Estados Unidos cumplió esa función. Financió la reconstrucción europea a través del Plan Marshall, abrió sus mercados a las exportaciones de sus aliados y garantizó liquidez internacional emitiendo dólares que eran aceptados globalmente como equivalentes al oro. Esta provisión de bienes públicos reforzó la confianza en el sistema y consolidó el papel del dólar como divisa de referencia.

No obstante, el propio diseño de Bretton Woods contenía una contradicción interna: el **dilema de Triffin** ya comentado en el apartado uno haciendo referencia a su disyuntiva entre la responsabilidad macroeconómica y brindar liquidez al sistema. La expansión fiscal y militar de los años sesenta —con la guerra de Vietnam como símbolo— intensificó esta tensión, erosionando la credibilidad del sistema. El desenlace llegó en 1971, cuando Nixon suspendió la convertibilidad del dólar en oro.

Paradójicamente, la ruptura de Bretton Woods no debilitó la centralidad del dólar, sino que la transformó. El tamaño de los mercados financieros estadounidenses, los efectos de red acumulados y los acuerdos petroleros con Arabia Saudí dieron origen al sistema del **petrodólar**, que aseguró que la energía —el mercado más estratégico del planeta— continuara denominándose en dólares. En este nuevo marco, el FMI y el Banco Mundial siguieron actuando como estabilizadores, gestionando crisis de deuda y programas de ajuste en los años ochenta y noventa, todos ellos denominados en dólares, reforzando así la dependencia estructural del sistema financiero internacional respecto de la divisa estadounidense.

La trayectoria posterior del dólar puede interpretarse a la luz de la **trampa de Kindleberger**. Según esta lógica, el sistema internacional entra en crisis cuando la potencia hegemónica deja de ser capaz o estar dispuesta a proveer los bienes públicos globales que sostienen el orden económico. En los años veinte, Reino Unido ya no podía cumplir ese papel, mientras Estados Unidos aún no estaba dispuesto a asumirlo, lo que derivó en inestabilidad y fragmentación financiera internacional. Hoy, la situación guarda ciertos paralelismos: Washington sigue siendo indispensable, pero la creciente politización del dólar —a través de sanciones financieras y weaponized interdependence (Farrell & Newman, 2019)— y el deterioro de su disciplina fiscal plantean dudas sobre su capacidad y voluntad de seguir garantizando estabilidad global.

El actual debate sobre la desdolarización debe leerse en este marco. El dólar sigue siendo la divisa indispensable, pero el garante último de la estabilidad ya no cumple de manera inequívoca las responsabilidades de hegemonía monetaria. Recuperar este antecedente histórico permite comprender que ninguna alternativa —yuan, euro, criptodivisas o CBDCs— podrá desplazar al dólar si no es capaz de asumir la función estabilizadora que Estados Unidos, junto con el FMI y el Banco Mundial, desempeñó desde Bretton Woods. En ausencia de ese liderazgo, lo que se abre no es un reemplazo inmediato, sino un escenario de fragmentación y competencia incompleta, en el que ninguna moneda logra ocupar plenamente su lugar.

2.1.El Euro

Desde su nacimiento en 1999, el euro se presentó como la gran apuesta europea para reforzar la integración económica y política del continente, y como una alternativa potencial a la hegemonía del dólar en el sistema monetario internacional. Su creación respondió tanto a motivaciones internas —profundizar el mercado único y consolidar la unión económica— como externas: dotar a la Unión Europea de un instrumento capaz de proyectar su peso económico en el ámbito global.

Veinticinco años después, el balance es ambiguo. El euro es la **segunda divisa internacional más relevante**, con alrededor del **20 % de las reservas globales (COFER, 2023)** y un papel clave en el comercio intraeuropeo. Sin embargo, está lejos de rivalizar con el dólar en términos de confianza, liquidez y poder geopolítico. Como han señalado numerosos autores, el euro refleja la paradoja de una **gran economía sin el respaldo institucional y político necesario** para proyectarse como hegemón monetario (Eichengreen, 1998; Chinn & Frankel, 2008; Cohen, 2019).

Este apartado examina tres dimensiones: (i) lo que se esperaba del euro en sus primeros años, (ii) los problemas que enfrentó en su desarrollo, y (iii) la situación actual, marcada por logros parciales pero también por la persistencia de limitaciones estructurales y un escaso peso geopolítico.

2.1.1. Lo que se esperaba: el euro como alternativa global

La introducción del euro fue acompañada por un clima de optimismo en los mercados y en la academia. Desde el punto de vista económico, la eurozona reunía varios atributos clave: un PIB agregado similar al de Estados Unidos, una base demográfica amplia, estabilidad monetaria heredada del Bundesbank y la promesa de un mercado financiero integrado.

Diversos estudios anticiparon que el euro podría convertirse en una moneda de reserva global capaz de rivalizar con el dólar. **Portes (1998)** y **Eichengreen (1998)** destacaban que el tamaño del bloque y la credibilidad institucional del BCE ofrecían una base sólida para una moneda internacional. **Chinn y Frankel (2008)** llegaron a proyectar que, bajo ciertos escenarios, el euro podría superar al dólar hacia 2015 en la composición de reservas internacionales. La hipótesis se apoyaba en tres supuestos:

1. **Profundización de los mercados financieros europeos**, con una oferta creciente de activos líquidos.
2. **Mayor integración política y fiscal**, que dotara de estabilidad al proyecto.
3. **Debilidad relativa del dólar**, asociada a déficits gemelos en Estados Unidos.

En paralelo, desde una perspectiva política, el euro era visto como el instrumento que consolidaría la **autonomía estratégica europea**. Una moneda común debía reforzar la integración, pero también proyectar el poder europeo frente a la hegemonía estadounidense.

En resumen, el euro nació con expectativas de convertirse en la **primera divisa realmente multipolar** frente al dólar. Sin embargo, los acontecimientos posteriores demostraron que el optimismo inicial era excesivo.

2.1.2. La crisis de 2008 y el euro: vulnerabilidades expuestas

El euro entró en la crisis financiera global de 2008 con un aura de confianza. Su primera década de vida había reforzado la percepción de estabilidad: baja inflación, crecimiento sostenido y un aumento progresivo de su uso internacional. Sin embargo, la crisis reveló las debilidades estructurales de la unión monetaria.

Mientras que en Estados Unidos el epicentro de la crisis —la quiebra de Lehman Brothers y el colapso del sistema hipotecario— fue enfrentado con una respuesta coordinada entre el Tesoro, la Reserva Federal y la FDIC, en Europa el shock se transformó rápidamente en una **crisis de deuda soberana**. La ausencia de un Tesoro común y de un prestamista de última instancia fiscal provocó que los Estados periféricos quedarán expuestos a la presión de los mercados financieros. Grecia, Irlanda, Portugal y más tarde España e Italia enfrentaron fuertes incrementos de sus primas de riesgo, lo que dio lugar a rescates ad hoc gestionados por la troika (Comisión Europea, BCE, FMI).

El contraste con Estados Unidos fue evidente. El dólar se benefició de la condición de activo refugio: la emisión masiva de Treasuries fue absorbida por inversores globales como garantía de seguridad. En Europa, por el contrario, los inversores discriminaron entre deudas nacionales, generando una dinámica de **fragmentación** que amenazó la propia existencia del euro.

El punto de inflexión llegó en julio de 2012, cuando Mario Draghi pronunció su célebre “whatever it takes” y el BCE lanzó el programa de **Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT)**. Aunque nunca se llegó a utilizar, su sola existencia calmó los mercados y estabilizó las expectativas. Sin embargo, el episodio mostró que el euro carecía de los **fundamentos de seguridad** que respaldan al dólar: un Tesoro federal, un mercado de deuda unificado y un sistema bancario plenamente integrado.

2.1.3. Incompletitud institucional y condiciones incumplidas

Las lecciones de la crisis dejaron claro que el euro adolece de un problema fundamental: se construyó como una unión monetaria sin los cimientos institucionales que sostienen a una moneda internacional de referencia. Esta incompletitud se refleja en tres dimensiones principales: bancaria, fiscal y de capitales, todas ellas íntimamente conectadas con las condiciones monetarias que el euro todavía no cumple.

En el ámbito **bancario**, se avanzó con la creación del Mecanismo Único de Supervisión y del Mecanismo Único de Resolución, que reforzaron la disciplina financiera en la eurozona. Sin embargo, la ausencia de un **sistema común de garantía de depósitos (EDIS)** mantiene la vulnerabilidad. Un esquema paneuropeo de depósitos, similar a la FDIC en Estados Unidos, protegería a los ahorradores frente a quiebras bancarias, reduciría las fugas de capital en crisis y enviaría una señal de solidez a inversores internacionales. Sin este tercer pilar, los depósitos siguen percibiéndose con distinto riesgo según el país, alimentando la fragmentación y minando la confianza en el euro como activo seguro.

En el ámbito **fiscal**, cada Estado conserva su autonomía presupuestaria y el presupuesto común de la UE continúa siendo marginal. La emisión de deuda conjunta en el marco de **Next Generation EU** tras la pandemia de 2020 supuso un paso histórico, creando temporalmente un activo percibido como seguro a nivel europeo. Sin embargo, su carácter excepcional y limitado impide que actúe como un **benchmark permanente**, equiparable al Treasury estadounidense. La falta de un Tesoro común restringe la credibilidad del euro como divisa de reserva global.

En el ámbito de los **mercados de capitales**, la UE lanzó en 2015 la iniciativa de la **Unión de Mercados de Capitales** con el objetivo de integrar y profundizar los mercados financieros europeos. No obstante, las diferencias en marcos regulatorios, tributarios y de insolvencias siguen generando una fragmentación que reduce la liquidez y la homogeneidad del colateral. A diferencia de Estados Unidos, donde existe un mercado unificado de deuda federal, en Europa los mercados siguen reflejando riesgos nacionales.

La gobernanza fragmentada agrava estas carencias. El promedio de 19 meses para aprobar nueva legislación refleja un sistema institucional excesivamente compleja y vulnerable a vetos nacionales (Informe Draghi, 2024, p. 311). Para superar estas inercias, Draghi sugiere un mayor uso de la cláusula pasarela —que permitiría pasar de unanimidad a mayoría cualificada— y la posibilidad de avanzar mediante cooperaciones reforzadas, como ya se hizo con el *Fiscal Compact*. Aún así, la propuesta de Draghi parece más una propuesta con un marcado carácter idealista más que una hoja de ruta institucional concreta. Además, para aquellos países que han mantenido históricamente una disciplina fiscal más estricta, no existen incentivos claros para mutualizar la deuda, lo que en la práctica aleja la posibilidad de una integración fiscal plena. En este sentido, la experiencia del incumplimiento reiterado de los criterios de Maastricht y la débil capacidad sancionadora de la UE evidencian que la gobernanza fiscal común ha sido más declarativa que efectiva. Ello explica por qué la propuesta de Draghi, aunque ambiciosa, choca con la falta de incentivos de los Estados con mayor disciplina fiscal para avanzar hacia una verdadera mutualización de riesgos.

En definitiva, las limitaciones institucionales del euro no son cuestiones técnicas menores, sino la raíz de su incapacidad para cumplir los criterios clásicos de una moneda de reserva global. Superarlas exigiría un salto político de gran calado: mutualizar deuda de manera permanente, culminar la unión bancaria con un sistema común de garantía de depósitos y avanzar hacia una verdadera unión de mercados de capitales. Como resume Draghi, “Europa sólo podrá competir globalmente si deja atrás la fragmentación y se dota de instituciones capaces de actuar con la escala y rapidez que exige la geopolítica actual” (Informe Draghi, 2024, p. 320). Sin este refuerzo estructural, el euro seguirá ocupando un lugar secundario en la jerarquía monetaria internacional, como divisa relevante pero sin fundamentos sólidos.

2.1.4. Situación actual y prospectiva geopolítica

Hoy, el euro sigue siendo la segunda divisa internacional. Se utiliza ampliamente en la emisión de deuda corporativa y soberana, y en países vecinos actúa como moneda de referencia.

No obstante, persisten limitaciones claras:

- La mayoría de las materias primas siguen denominadas en dólares, y el euro no ha logrado imponerse como unidad de cuenta.
- Los mercados financieros continúan fragmentados, careciendo de un activo seguro unificado.
- La UE carece de una política exterior y de defensa cohesionada, lo que limita su capacidad de respaldar al euro con poder geopolítico.

En consecuencia, el euro se configura como una **moneda secundaria sistémica**: relevante, influyente en su región y en el bloque occidental, pero subordinada al dólar en la jerarquía global. Su futuro dependerá de la capacidad europea para completar su arquitectura institucional y dotar de mayor cohesión política al proyecto.

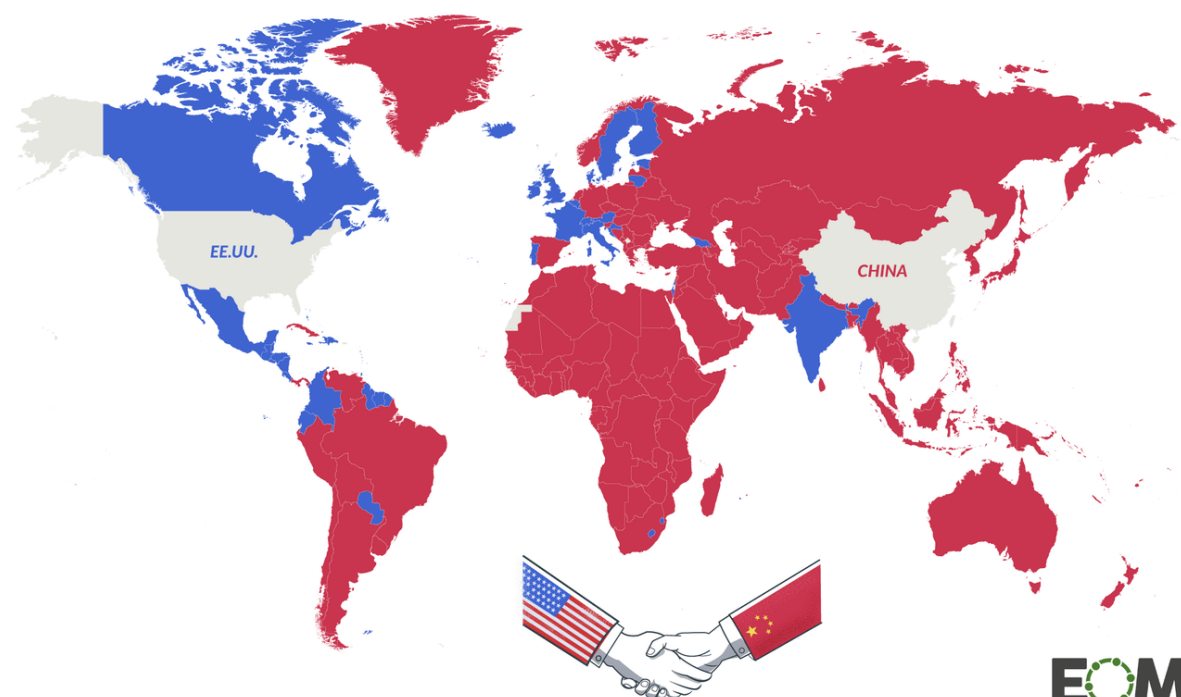
2.2. Yuan como alternativa sistémica emergente

China ha emergido como potencia global y este crecimiento no puede comprenderse sin atender al papel desempeñado por la externalización industrial impulsada por las economías avanzadas desde los años ochenta. La estrategia de las multinacionales estadounidenses, japonesas y europeas de trasladar su producción manufacturera a China en busca de menores costes laborales y mayores economías de escala fue decisiva para el ascenso del gigante asiático (Naughton, 2007). A través de este proceso, China pasó de ser una economía periférica a convertirse en el taller global, acumulando superávits comerciales masivos y posicionándose como principal socio comercial de la mayoría de los países del planeta (OEC, 2025; Hernando, 2025).

Figura 1: Mapa comercio USA vs China EOM.

¿China o Estados Unidos?

Cuál de los dos comercia más con cada país (importaciones más exportaciones, 2022)



Autora: Celia Hernando (2025) | Fuente: Banco Mundial (2025)

Adaptado de ¿China o Estados Unidos? Cuál de los dos comercia más con cada país (importaciones más exportaciones, 2022), por C. Hernando, 2025, *El Orden Mundial* (<https://elordenmundial.com/mapas-y-graficos/competicion-comercial-china-estados-unidos/>). Copyright 2025 por El Orden Mundial.

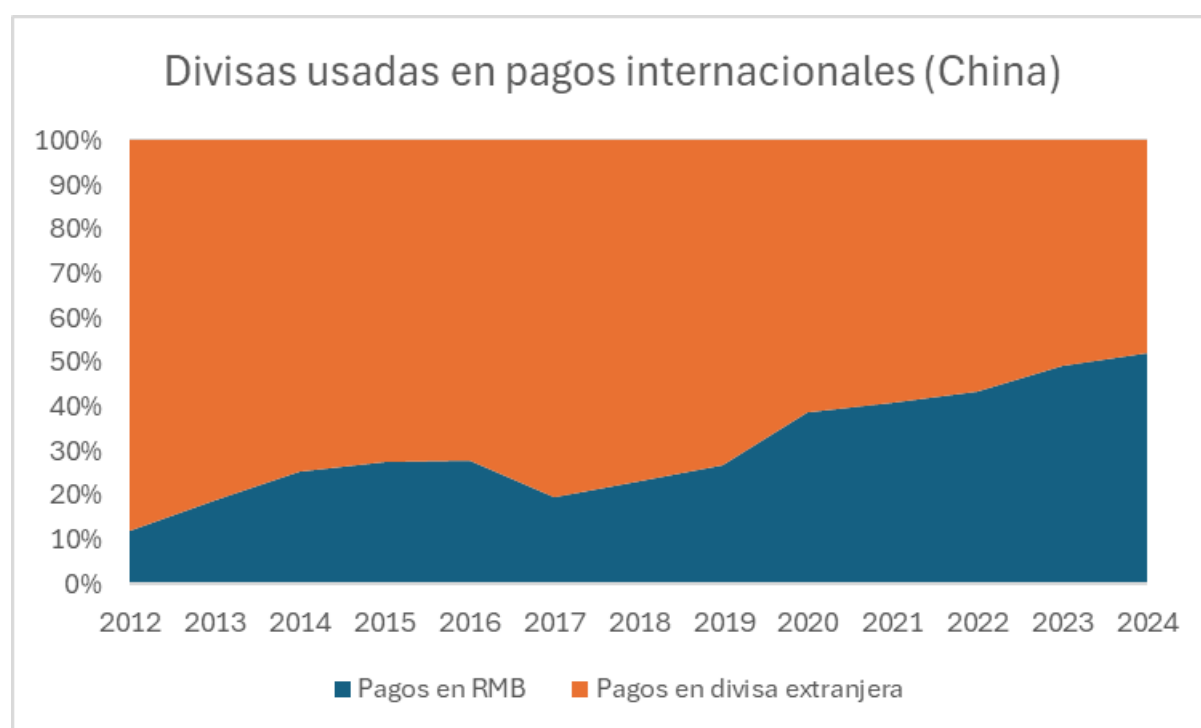
El resultado fue un modelo de crecimiento fuertemente **orientado a las exportaciones**, basado en la inserción de China en las cadenas globales de valor. En 2001, la entrada en la Organización Mundial del Comercio reforzó aún más esta dinámica, consolidando a China como el primer exportador mundial en menos de una década. Sin embargo, este desarrollo presentaba una paradoja que se ha convertido en un eje fundamental de la política económica internacional contemporánea: mientras China alcanzaba el estatus de **principal potencia manufacturera y comercial**, el renminbi (RMB) permanecía prácticamente invisible en el sistema monetario internacional.

Paola Subacchi (2017) denominó a este fenómeno la paradoja de la *dwarf currency*: un país que se había convertido en el motor de la globalización continuaba dependiendo del dólar para facturar sus exportaciones, acumular reservas y participar en los mercados financieros internacionales. A mediados de la década de 2000, más del 80 % de las exportaciones chinas se liquidaban en dólares, y el stock de reservas superaba los **3 billones de USD** invertidos en su mayor parte en bonos del Tesoro estadounidense. Así, el ascenso industrial y exportador de China se apoyaba en una infraestructura monetaria ajena, lo que exponía al

país a los ciclos de política monetaria de la Reserva Federal y a la inercia del sistema dólar-centrado.

La **crisis financiera global de 2008** actuó como catalizador de un cambio estratégico. Para las élites chinas quedó claro que la dependencia del dólar suponía una vulnerabilidad estructural: no solo limitaba la autonomía en política monetaria, sino que ponía en riesgo la seguridad económica nacional. A partir de entonces, se articuló un plan deliberado de internacionalización del RMB, impulsado desde el Estado, que combina la planificación quinquenal, la creación de infraestructura financiera autónoma y la proyección global a través de la Iniciativa de la Franja y la Ruta (BRI). Quince años después, el yuan sigue sin cumplir los criterios fundamentales para consolidarse como moneda de reserva global —liquidez de activos, confianza institucional, plena liberalización de capitales—, pero los avances en pagos transfronterizos muestran una transformación sustancial. Desde 2012, cuando apenas el **11 %** del comercio exterior chino se liquidaba en RMB, la proporción ha escalado hasta superar el **52 % en 2024** (véase Figura 2), reflejando un cambio estructural en la facturación de las operaciones internacionales de China.

Gráfico 4: Pagos internacionales China.



Datos expresados en 100M\$ Fuente: State Administration of Foreign Exchange. Gráfico de elaboración propia.

2.2.1. La BRI como motor de la internacionalización del RMB

El proyecto de internacionalización del renminbi (RMB) no puede entenderse sin atender a la **Iniciativa de la Franja y la Ruta (BRI, por sus siglas en inglés)**. Desde su lanzamiento en 2013, la BRI ha movilizado más de un billón de dólares en proyectos de infraestructura, energía y logística, convirtiéndose en el mayor programa de inversión transnacional de la historia reciente. A menudo se interpreta como una estrategia para ampliar la influencia geopolítica de China, pero también debe leerse como un **instrumento monetario**: un mecanismo para expandir el uso del RMB más allá de sus fronteras, en sectores y regiones donde Pekín concentra poder estructural.

La hipótesis que guía este análisis es que la BRI constituye una **palanca monetaria dual**: por un lado, proporciona financiación en RMB, obligando a los países receptores a utilizar esta divisa; por otro, vincula la facturación de materias primas estratégicas —petróleo, cobre, litio, cobalto, granos— a proyectos financiados y controlados por China. El resultado no es una sustitución inmediata del dólar, sino la creación de **islas de aceptación del RMB** en el Sur Global, especialmente en África, Asia Central y América Latina.

El diseño financiero refuerza el papel del RMB. Buena parte de los préstamos se canalizan a través del *China Development Bank* y del *Export-Import Bank of China*. Aunque muchos se emiten en dólares, una proporción creciente se concede en yuanes, especialmente desde 2015. Esto obliga a los países receptores a mantener reservas en RMB y a abrir cuentas en bancos chinos para atender sus obligaciones. En algunos casos, se les exige además aceptar yuanes en la facturación de exportaciones hacia China, cerrando un círculo de dependencia monetaria.

La BRI funciona, por tanto, como un **ecosistema financiero controlado por Pekín**, en el que la moneda china se introduce primero en el ámbito de la deuda y, posteriormente, en el comercio asociado a los proyectos. Mediante la vinculación de esos créditos al comercio de materias primas estratégicas. Muchos países BRI, dependientes de la exportación de petróleo, cobre, litio, cobalto o productos agrícolas, encuentran que aceptar el RMB no es solo una condición financiera, sino una vía para asegurar el acceso estable al mercado chino, el mayor consumidor mundial de materias primas.

En este contexto, la literatura sobre divisas internacionales ha enfatizado el poder del “comprador dominante”. Según Sohn (2015), cuando un país concentra la mayor parte de la demanda global de un recurso, adquiere la capacidad de imponer su moneda como medio de pago. China encaja perfectamente en esta lógica: absorbe más del 40 % de las

importaciones mundiales de cobre y alrededor del 60 % del litio procesado para baterías, además de ser el mayor mercado de tierras raras y grafito. Desde esta posición, tiene un margen considerable para condicionar que los contratos se liquiden en RMB. Sin embargo, este argumento debe matizarse, pues la capacidad de fijar las condiciones monetarias no reside únicamente en el comprador. Los exportadores con posición dominante —ya sea por concentración de la producción o por control cartelizado de la oferta— conservan también un margen de poder decisivo.

La experiencia del petróleo en los años setenta ilustra con claridad este fenómeno. No fueron los compradores, sino los productores de la OPEP, quienes en alianza con Estados Unidos definieron el dólar como divisa de referencia para el comercio del crudo, institucionalizando el “petrodólar” como eje del sistema financiero internacional (Gopinath, 2015). Algo similar se observa en otros sectores estratégicos. Brasil y Australia, principales exportadores de mineral de hierro, continúan fijando sus precios en dólares pese al peso decisivo de la demanda china. Incluso en el caso brasileño, donde en 2025 se firmó un acuerdo de *currency swap* con China que podría alterar esta dinámica, el dólar sigue siendo la referencia dominante. Catar, por su parte, cerró en 2023 contratos a largo plazo de gas natural licuado con compañías chinas denominados en dólares, evidenciando la resistencia de los grandes productores a desplazar la divisa hegemónica. En última instancia, los vendedores dominantes conservan la capacidad de imponer cláusulas de indexación en monedas fuertes, exigir primas por riesgo cambiario cuando se plantea utilizar divisas menos líquidas como el RMB, o condicionar la aceptación del yuan a garantías adicionales, tales como líneas de crédito en dólares o acuerdos de *swap* ofrecidos por el Banco Popular de China.

El equilibrio, en consecuencia, es complejo. La internacionalización del RMB avanza allí donde el poder estructural de China como comprador coincide con la vulnerabilidad o dependencia financiera del vendedor. Rusia constituye el ejemplo paradigmático: tras las sanciones de 2022, Moscú se vio obligada a aceptar el yuan como principal divisa en su comercio bilateral con Pekín, convirtiendo al RMB en la moneda más negociada en la Bolsa de Moscú en 2024 (Bank of Russia, 2024). En otros casos, como en África, la aceptación del RMB no se deriva de la imposición unilateral de Pekín, sino de la combinación entre necesidad de financiación, dependencia comercial y asimetría de poder en la negociación.

África es, de hecho, el laboratorio privilegiado de la BRI como palanca monetaria. Entre 2000 y 2023, los préstamos chinos a países africanos superaron los 170.000 millones de dólares, con una tendencia creciente a concederse en RMB desde 2015 (Johns Hopkins CARI, 2024). La República Democrática del Congo es el caso más ilustrativo: con más del

70 % de la producción mundial de cobalto, recurso indispensable para las baterías de vehículos eléctricos, gran parte de sus concesiones están controladas por empresas chinas como Sicomines y Tenke Fungurume. Estos contratos incluyen financiación vinculada en RMB y pagos denominados en la divisa china, lo que obliga al Estado congoleño a acumular yuanes para cumplir con sus obligaciones. Algo similar ocurre en Angola, donde los préstamos respaldados por petróleo han incorporado cláusulas de pago en RMB, facilitadas por los acuerdos *swap* entre el Banco Nacional de Angola y el PBoC. En Etiopía y Kenia, proyectos emblemáticos como el ferrocarril Addis Abeba–Yibuti o la línea Mombasa–Nairobi han sido financiados en yuanes, generando una dependencia directa del RMB en el servicio de deuda y en los flujos comerciales asociados.

Sin embargo, limitar la lectura africana de la BRI a la mera acumulación de préstamos sería incompleto. La presencia y el desarrollo que China ha alcanzado en África responden a una **racionalidad geoeconómica mucho más amplia**. El continente se ha convertido en un espacio estratégico donde convergen tres objetivos fundamentales de la política económica exterior china: **garantizar el suministro de recursos críticos, canalizar su sobrecapacidad industrial y financiera, y construir una red de alianzas políticas y diplomáticas** que consoliden su influencia global.

Desde comienzos de siglo, Pekín ha desplegado una arquitectura compleja de diplomacia económica, inversión directa y cooperación institucional que ha hecho de China el principal socio comercial y financiero de África. Este vínculo se apoya en un patrón de especialización complementaria: el continente exporta recursos naturales —cobre, cobalto, petróleo, gas, litio o manganeso— esenciales para la transición energética y tecnológica china, mientras importa maquinaria, bienes intermedios, servicios de ingeniería e infraestructuras. Este modelo, documentado por la *China Africa Research Initiative* (CARI), refuerza un esquema de **centro-periferia funcional**, donde China actúa como *hub* industrial y financiero y África como proveedor de insumos y receptor de crédito.

La lógica económica interna de China explica parte de esta expansión. A medida que su modelo de crecimiento basado en la inversión doméstica y las exportaciones manufactureras comenzó a mostrar signos de saturación, la BRI se transformó en un canal para **externalizar su sobrecapacidad industrial** y asegurar mercados para sus conglomerados de construcción, energía y transporte. África ofrecía la combinación ideal: una enorme brecha de infraestructura, abundancia de recursos y gobiernos necesitados de financiación alternativa a las multilaterales occidentales. Así, los proyectos chinos no solo sostienen el empleo y las exportaciones domésticas, sino que consolidan la

internacionalización del RMB mediante la financiación en yuanes y la apertura de bancos corresponsales del PBoC en capitales africanas como Nairobi, Johannesburgo o Luanda.

La dimensión política de esta relación es igualmente decisiva. África constituye una **plataforma de legitimidad internacional** para Pekín: los votos africanos en la ONU, la participación en la ampliación de los BRICS+ y el fortalecimiento del *Forum on China–Africa Cooperation* (FOCAC) sirven para consolidar un orden internacional más multipolar y menos dependiente de las instituciones dominadas por Occidente. El discurso de “cooperación sin condicionalidades” ha reforzado el atractivo chino frente a la política crediticia del FMI o el Banco Mundial. En este sentido, la BRI opera como **infraestructura de poder blando y duro a la vez**: combina el despliegue de capital, tecnología y diplomacia en una estrategia coherente de construcción de esferas monetarias y políticas de influencia.

El avance del RMB en África, por tanto, no es un fenómeno aislado ni exclusivamente financiero, sino el reflejo de una estrategia de **integración vertical de las cadenas de valor**. Los contratos de inversión y extracción, denominados en yuanes, se vinculan a la financiación de puertos, refinerías y corredores logísticos que facilitan el envío de materias primas hacia China, cerrando el circuito financiero-comercial. Esta “circularidad monetaria” otorga al RMB una función real dentro de los flujos económicos africanos, incluso sin sustituir formalmente al dólar como moneda de reserva.

Ahora bien, esta presencia tampoco está exenta de tensiones. Investigaciones de Brautigam (2020) y Alden (2023) advierten sobre **riesgos de sobreendeudamiento y dependencia tecnológica**, especialmente en países con débil capacidad institucional o alta exposición fiscal. Zambia y Etiopía han enfrentado dificultades para renegociar sus deudas, mientras que en otros casos —como Kenia o Ruanda— la infraestructura financiada por China ha mejorado la conectividad regional y el potencial exportador. Esta heterogeneidad muestra que la influencia china no responde a un esquema de dominación homogénea, sino a **una hegemonía funcional y selectiva**, adaptada a la estructura económica de cada socio africano.

Más allá de África, el Sur Global en su conjunto constituye el espacio natural de proyección monetaria de la BRI. En América Latina, el Triángulo del Litio —Argentina, Bolivia y Chile— concentra alrededor del 60 % de las reservas globales del mineral. Empresas chinas como CATL y Tianqi Lithium han adquirido participaciones clave en explotaciones, financiadas en muchos casos por créditos en RMB. En Perú y Chile, principales exportadores de cobre hacia China, los acuerdos incluyen financiación de infraestructuras portuarias y logísticas vinculadas al yuan. En Oriente Medio, la ampliación de los BRICS en 2023 —con la

incorporación de Arabia Saudí, Irán, Egipto, Emiratos Árabes Unidos, Argentina y Etiopía— ha reforzado el marco político para legitimar el uso del RMB en contratos energéticos y de infraestructuras. Arabia Saudí, en particular, ha mostrado disposición a aceptar yuanes en ciertas transacciones petroleras con China, aunque sin abandonar aún el dólar como divisa de referencia.

El Sur Global es, así, tanto un espacio económico como político. En él confluyen tres dinámicas: la dependencia de financiación alternativa a las multilaterales occidentales, el control de recursos estratégicos para la transición energética y tecnológica, y la emergencia de marcos de coordinación política como los BRICS+, que proporcionan legitimidad a la diversificación monetaria. La BRI, en este contexto, no es solo un proyecto económico, sino una estrategia de construcción de esferas monetarias de influencia, donde el RMB gana relevancia funcional como medio de pago y unidad de cuenta en nichos críticos.

En conclusión, la BRI funciona como la palanca más visible de la internacionalización del RMB en el Sur Global. La estrategia combina la posición de China como comprador dominante de materias primas con la provisión de incentivos financieros para neutralizar el poder de veto de los vendedores dominantes. África ocupa un lugar central, al concentrar tanto la dependencia de financiación como la abundancia de recursos estratégicos, mientras que América Latina y Oriente Medio amplían la red hacia otros minerales y energías. El resultado no es la creación de una moneda de reserva global capaz de sustituir al dólar, sino la consolidación del RMB como divisa de referencia en circuitos regionales y sectoriales específicos. En esos espacios —cobalto congoleño, litio sudamericano, petróleo africano— el yuan se proyecta como moneda de facto, configurando un mosaico de internacionalización parcial y fragmentada que, a medio plazo, puede consolidar un orden monetario más multipolar.

2.2.2. Criterios incumplidos por el RMB

La teoría de las monedas internacionales, revisada en la primera parte de este trabajo, establece un conjunto de **criterios funcionales y estructurales** para que una divisa pueda convertirse en moneda de reserva global. El análisis de la trayectoria del RMB a la luz de estos criterios revela las limitaciones actuales de la estrategia china.

El principal requisito de una moneda de reserva es que sirva como **reserva de valor**, lo que implica la existencia de un mercado de **activos seguros, líquidos y de alta calidad**. En el caso del dólar, este papel lo cumplen los bonos del Tesoro de Estados Unidos, cuya

profundidad, liquidez y respaldo institucional ofrecen confianza a los inversores internacionales.

China carece de un equivalente. Aunque el mercado de deuda soberana en yuanes ha crecido con rapidez, alcanzando **más de 155 billones de RMB en 2023**, lo que convierte al país en el segundo mayor mercado de bonos del mundo (NAFMII, 2024), aún así persisten limitaciones críticas: baja liquidez secundaria, fragmentación regulatoria y acceso restringido para inversores no residentes. Ello explica que, a pesar de su magnitud, los bonos chinos aún no se perciban como sustitutos de los *Treasuries* en las carteras de reserva internacionales.

El uso del RMB como **medio de intercambio** ha crecido de manera significativa en la última década, especialmente en el comercio bilateral con países de la BRI y los BRICS. Los acuerdos de *currency swap* del PBoC han permitido a bancos centrales disponer de yuanes para operaciones comerciales, y en casos como Rusia, **más del 50 % del comercio bilateral se liquida ya en RMB** tras las sanciones occidentales de 2022 (Le Monde, 2024).

Sin embargo, en términos globales, el yuan sigue representando apenas **un 5 % de los pagos internacionales** (SWIFT, 2024), frente al 46 % del dólar y el 24 % del euro. Aunque la tendencia es ascendente, la brecha con las divisas dominantes continúa siendo enorme.

En el ámbito de pagos internacionales, el **Cross-Border Interbank Payment System (CIPS)** (el sistema alternativo a SWIFT creado por china) muestra avances notables. Solo en 2023 procesó **6,6 millones de transacciones por un total de RMB 123,06 billones**, con un crecimiento anual del 27,3 % (PBOC, 2023). Si bien estas cifras evidencian la consolidación de una infraestructura paralela a SWIFT, la escala diaria (**67.000 millones USD al día**) sigue siendo reducida en comparación con los volúmenes que mueve el dólar (**entre 4-8 billones de USD al día acorde a Alessa**).

Otra condición básica para una moneda internacional es su uso como **unidad de cuenta** en contratos internacionales y en la denominación de materias primas. En este terreno, el dominio del dólar sigue siendo prácticamente absoluto: petróleo, gas, granos y metales básicos continúan cotizando en dólares, incluso cuando Estados Unidos no participa directamente en la transacción. El renminbi ha realizado incursiones puntuales —como los futuros de petróleo en Shanghái o las exportaciones de crudo ruso denominadas en yuanes—, pero estos casos siguen siendo excepciones y no configuran todavía una tendencia estructural.

No obstante, existe un **sector estratégico singular** que merece atención: el de las **tierras raras**. China controla más del 90 % de la capacidad mundial de procesamiento y alrededor del 60–70 % de la producción minera de estos minerales, insumos esenciales para la transición energética y digital —desde baterías y semiconductores hasta turbinas eólicas y aplicaciones de defensa. A pesar de esta posición dominante, la evidencia muestra que la facturación internacional de tierras raras se sigue realizando mayoritariamente en dólares (Rare Earth Exchanges, 2025; Shanghai Metals Market, 2025).

El interés de este caso no radica tanto en su magnitud —el mercado es pequeño comparado con el petróleo o el gas— como en su **potencial como campo de experimentación monetaria**. Si Pekín decidiera vincular de manera sistemática los contratos de exportación de tierras raras al RMB, podría abrir un precedente similar al que representaron los acuerdos petroleros para la consolidación del dólar tras el fin de Bretton Woods. La dependencia tecnológica de las economías avanzadas respecto de estos insumos otorgaría a China una palanca para introducir al yuan como unidad de cuenta en cadenas críticas del siglo XXI.

En este sentido, las tierras raras funcionan como un **micro-laboratorio** de lo que la BRI persigue a mayor escala: la creación de “**islas de aceptación**” del RMB en sectores estratégicos. La diferencia es que, mientras la BRI combina financiación, comercio y diplomacia para proyectar la moneda en el Sur Global, las tierras raras concentran el debate en torno al poder del **vendedor dominante**, un fenómeno que recuerda a la consolidación del **petrodólar** en la década de 1970. Aunque no pueda transformar por sí solo la arquitectura monetaria internacional, este mercado de nicho ilustra cómo China podría intentar reproducir, en ámbitos sectoriales, lo que Estados Unidos logró tras Bretton Woods: convertir una materia prima estratégica en el vehículo para reforzar el estatus de su moneda.

Otros factores cruciales para el análisis de las monedas internacionales son los **efectos red**: cuanto más se usan, mayor es el incentivo a seguir utilizándose. El RMB ha avanzado en la creación de “islas de aceptación” (BRI, swaps, BRICS), pero aún no ha generado una red lo suficientemente amplia como para competir con el dólar o el euro.

La internacionalización de una moneda exige la existencia a su vez de mercados **de capitales desarrollados**, que ofrezcan instrumentos líquidos, transparentes y diversificados. En el caso de China, el sistema financiero sigue estando dominado por bancos estatales, la asignación de crédito obedece a criterios políticos y la liberalización de los tipos de interés es parcial. La Bolsa de Shanghái o el mercado interbancario en yuanes

no alcanzan el desarrollo y sofisticación que caracterizan a Wall Street o a la City de Londres.

2.2.3. Perspectiva académica

Más allá del análisis técnico de los criterios, la literatura académica aporta marcos interpretativos que ayudan a entender la singularidad del proceso chino.

Injoo Sohn (2015) sostiene que el RMB sigue un **modelo híbrido de internacionalización**, caracterizado por un proceso de *feedback positivo*: cada pequeño avance (por ejemplo, la apertura de un centro offshore en Hong Kong o la firma de un acuerdo swap) refuerza a las coaliciones internas favorables a la internacionalización, lo que facilita nuevas reformas. Sin embargo, este modelo también genera **trayectorias parciales**, en las que el RMB gana peso regional sin consolidarse globalmente.

Benjamin Cohen (2019) conceptualiza este proceso como un caso de **currency statecraft**: la internacionalización del RMB no es resultado de fuerzas de mercado, sino de decisiones deliberadas del Estado que busca usar su moneda como herramienta geopolítica. Según Cohen, esto diferencia al RMB de experiencias históricas como el dólar o la libra, que se internacionalizaron tras liberalizaciones profundas y en contextos institucionales abiertos.

Paola Subacchi (2017), por su parte, describe la estrategia china como **convertibilidad gestionada**: el Partido Comunista de China promueve el uso internacional del RMB mediante mecanismos controlados (swaps, centros offshore, BRI), pero sin abrir totalmente la cuenta de capital ni ceder autonomía en política monetaria. Esto permite expandir la moneda de forma controlada, pero limita su atractivo como divisa global.

En este sentido, la internacionalización del RMB debe entenderse menos como un camino hacia la hegemonía monetaria y más como un proceso de **regionalización estratégica**, que consolida al yuan como moneda relevante en Asia, África y América Latina, pero sin alcanzar aún un rol sistémico pleno.

2.2.4. Autonomía vs. internacionalización

Sin embargo, en este trabajo se cuestiona si China pretende ocupar el lugar de EEUU dentro del sistema monetario internacional. El dilema central que enfrenta China puede formularse en términos simples: **¿está dispuesta a sacrificar su autonomía financiera para convertir al RMB en una moneda de reserva global?**

Hasta ahora, la respuesta parece negativa. La estrategia china prioriza la estabilidad doméstica sobre la liberalización internacional. Esto se refleja en tres elementos:

1. Controles de capital persistentes: el RMB no es plenamente convertible, lo que protege a la economía de fugas masivas de capital, pero limita su uso internacional.
2. Supervisión estatal férrea: el crédito y la asignación de recursos siguen bajo control del Partido, lo que reduce la transparencia para actores externos.
3. Expansión controlada: el RMB se internacionaliza en nichos específicos (BRI, swaps, BRICS), pero no a través de una apertura generalizada.

Esta ambigüedad estratégica responde a una lógica pragmática: China busca ganar influencia monetaria sin perder soberanía. Como señala Subacchi (2017), el objetivo no es reemplazar al dólar, sino asegurar que el yuan tenga un papel proporcional al peso económico de China. El RMB se utiliza como instrumento de poder, no como fin en sí mismo.

Por ello, más que anticipar una sustitución del dólar, lo que cabe esperar es la consolidación de un orden monetario multipolar. En este escenario, el RMB se proyectará como moneda dominante en el Sur Global, apoyado en la BRI y en la cooperación BRICS, mientras que el dólar seguirá siendo la divisa hegemónica en los mercados desarrollados.

La paradoja es clara: cuanto más se expande el RMB, mayor es la presión para liberalizar el sistema financiero chino; pero cuanto más preserva Pekín su autonomía y control interno, más difícil resulta que el yuan alcance un estatus verdaderamente global. Esta tensión —entre internacionalización y soberanía— constituye el núcleo del futuro del RMB en el sistema monetario internacional y se vincula directamente con la llamada **trampa de Kindleberger**. En los años veinte, el Reino Unido ya no podía garantizar los bienes públicos internacionales que había provisto en el siglo XIX, en particular el suministro de liquidez a última instancia; mientras tanto, Estados Unidos aún no estaba dispuesto a asumir esa responsabilidad. El resultado fue un vacío de liderazgo que derivó en inestabilidad sistémica y contribuyó al colapso del orden financiero internacional en la década de 1930. De forma análoga, hoy cabe preguntarse si China aspira realmente a ocupar ese rol de proveedor de bienes públicos globales o si, por el contrario, priorizará su autonomía nacional, reproduciendo así una situación de interregno monetario similar a la que precedió a la Gran Depresión.

2.3. Criptodivisas y monedas digitales de bancos centrales (CBDCs)

La irrupción de las criptodivisas y de las monedas digitales de bancos centrales (CBDCs) debe analizarse en el marco de las tensiones ya señaladas en el sistema monetario internacional. La cuestión central no es únicamente si el dólar pierde terreno, sino si estas innovaciones pueden aportar el atributo esencial de toda moneda internacional: una reserva de valor fiable. En este punto conviene recordar que, como subrayaba el dilema de Triffin, la liquidez global descansa en la capacidad del emisor de sostener activos seguros. El debate sobre Bitcoin, las stablecoins y las CBDCs se inscribe, por tanto, en esta tensión de fondo, cuyos límites estructurales —y la posibilidad de una crisis de liderazgo internacional al estilo de la trampa de Kindleberger— se retomarán en la conclusión de este trabajo.

2.3.1. Bitcoin y criptomonedas descentralizadas

El caso de Bitcoin ha sido central en la literatura sobre alternativas al dólar, especialmente a partir de la narrativa del “oro digital” que lo presenta como un activo refugio del siglo XXI. La lógica es conocida: un activo escaso (máximo de 21 millones de unidades), independiente de bancos centrales y resistente a la inflación. Esta visión entronca con tradiciones monetarias como el patrón oro, alimentando la idea de que Bitcoin podría cumplir las funciones clásicas del dinero —medio de intercambio, unidad de cuenta y reserva de valor— en un ecosistema digital global.

La evidencia, sin embargo, contradice esta narrativa. Desde sus orígenes, Bitcoin ha mostrado una volatilidad extrema, con desviaciones estándar de precios varias veces superiores a las de monedas fiduciarias y a las del oro (Yermack, 2014). La volatilidad impide su uso como depósito estable de valor y disuade a instituciones de considerarlo como activo de reserva. Estudios recientes del Banco Central Europeo (Di Casola et al., 2023) muestran que más del 90% de las transacciones en Bitcoin corresponden a fines especulativos, no comerciales. Esto confirma que su función predominante es la de un activo de inversión de alto riesgo, no la de una moneda en sentido estricto.

Además de la volatilidad, Bitcoin adolece de limitaciones estructurales. Su capacidad de procesamiento de transacciones es muy inferior a la de sistemas de pago tradicionales (Visa, Mastercard), lo que imposibilita su adopción masiva como medio de pago. A esto se suma su alto consumo energético, resultado del mecanismo de prueba de trabajo, que ha suscitado críticas por su huella medioambiental (Prasad, 2021). Tampoco existe una gobernanza institucional clara que garantice la seguridad y la estabilidad de la red: los hard

forks¹ y las disputas entre comunidades de mineros ilustran la fragilidad de su estructura de toma de decisiones.

Es cierto que en determinados contextos Bitcoin se ha empleado como refugio parcial. En países sometidos a hiperinflación o con fuertes controles de capital —como Venezuela, Turquía o Nigeria—, los particulares han recurrido a Bitcoin para preservar parte de su poder adquisitivo (Feder-Sempach et al., 2024). Sin embargo, estos casos deben interpretarse como fenómenos defensivos y marginales, no como prueba de su potencial para convertirse en una moneda de reserva global.

A ello se añade un desafío prospectivo de gran calado: la llegada de la **computación cuántica**. Bitcoin descansa en algoritmos de criptografía de clave pública (SHA-256 y ECDSA) que, aunque seguros en un entorno clásico, podrían quedar obsoletos frente a ordenadores cuánticos capaces de romper firmas digitales y comprometer la integridad de las blockchains (Shor, 1994). En un escenario cuántico, la capacidad de hackear wallets o falsificar transacciones eliminaría el supuesto atributo de seguridad de Bitcoin. La literatura sobre monedas internacionales (Eichengreen, 2019) enfatiza que la credibilidad de una reserva de valor descansa en la **seguridad institucional y tecnológica**: si esta desaparece, la moneda queda descartada.

En suma, Bitcoin fracasa hoy como reserva internacional por su volatilidad y su falta de fundamentos, y mañana podría verse descalificado por vulnerabilidades tecnológicas. El “oro digital” no constituye una solución al dilema de Triffin ni una alternativa al dólar como emisor de activos seguros globales.

2.3.2. Stablecoins

Las stablecoins representan un segundo intento del ecosistema cripto por solventar las deficiencias de Bitcoin. Su propuesta consiste en vincular el valor del token a un activo estable, ya sea una moneda fiduciaria, una cesta de divisas o incluso bienes tangibles como el oro. De este modo, buscan reducir la volatilidad e incrementar la confianza de los usuarios.

Existen diversas tipologías: (1) las colateralizadas con moneda fiduciaria en reservas (USDT, USDC), (2) las colateralizadas con criptoactivos (DAI), (3) las respaldadas en activos físicos (por ejemplo, oro tokenizado), y (4) las algorítmicas, cuyo valor se mantiene mediante mecanismos de emisión y destrucción de tokens (Kołodziejczyk & Jarno, 2020).

¹ Protocolo de una blockchain que no es compatible con versiones anteriores.

En la práctica, las más relevantes a escala internacional son las colateralizadas en dólares, especialmente Tether y USD Coin.

El impacto de estas monedas va más allá del ámbito cripto. El FMI (2020) ha advertido que los llamados **Global Stablecoins (GSCs)** pueden alterar el sistema monetario internacional, especialmente en economías emergentes, donde tienden a desplazar a monedas locales poco confiables. En países como Argentina, Turquía o Nigeria, el uso de stablecoins dolarizadas se ha expandido como mecanismo de protección frente a la inflación, lo que equivale a una nueva forma de dolarización. Brunnermeier, James y Landau (2021) definen este proceso como **digital dollarization**: la expansión global del dólar en su versión digital, gestionada por actores privados.

Paradójicamente, lo que en principio se presentó como alternativa al sistema dominado por el dólar termina reforzando su centralidad. Las stablecoins no generan un nuevo activo seguro, sino que trasladan al ecosistema cripto la dependencia de los Treasury bonds y de la política monetaria estadounidense. Lejos de debilitar el orden vigente, lo consolidan en un plano digital.

A esta limitación estructural se suman riesgos de gobernanza. El caso de Tether, cuestionado por la opacidad de sus reservas, ilustra la posibilidad de “corridas digitales” si los inversores dudan de la solvencia del emisor (Chohan, 2020). Estas dinámicas reproducen las crisis de confianza de sistemas bancarios tradicionales, pero con una velocidad amplificadas por la naturaleza digital. Además, como cualquier token basado en blockchain, las stablecoins están expuestas a las vulnerabilidades de la computación cuántica, que podría comprometer la integridad de las transacciones y precipitar crisis súbitas de confianza.

En definitiva, las stablecoins aportan eficiencia y liquidez a los mercados digitales, pero no ofrecen un nuevo activo refugio internacional. Más bien constituyen un vector adicional de expansión del dólar, confirmando que la digitalización no altera la jerarquía monetaria vigente.

2.3.3. Monedas digitales de bancos centrales (CBDCs)

A diferencia de las criptomonedas privadas, las CBDCs son instrumentos oficiales emitidos y respaldados por bancos centrales. Su irrupción responde a dos motivaciones principales: la necesidad de adaptar los sistemas de pago a la digitalización y la voluntad de preservar la soberanía monetaria frente al auge de stablecoins privadas y plataformas de big tech. El BIS (2020, 2021) ha documentado cómo más del 80% de los bancos centrales del mundo

investigan activamente el potencial de las CBDCs, con diseños que oscilan entre modelos **minoristas** (para uso ciudadano) y **mayoristas** (para liquidaciones interbancarias e internacionales).

El caso más avanzado es el de China, con el **e-CNY**. Aunque su motivación declarada es doméstica —controlar la oferta monetaria en un sistema dominado por Alipay y WeChat Pay—, el yuan digital también forma parte de la estrategia de internacionalización de China. El proyecto **mBridge**, desarrollado con Hong Kong, Tailandia y Emiratos Árabes Unidos, ha demostrado la capacidad de liquidar transacciones transfronterizas reales en múltiples CBDCs, con reducciones significativas de costes y tiempos de liquidación (BIS, 2021). Sin embargo, los límites estructurales persisten: los controles de capital, la falta de un mercado desarrollado de activos seguros y las dudas sobre la gobernanza china restringen su proyección internacional (Eichengreen, 2019).

En Europa, el **euro digital** se concibe como herramienta de soberanía financiera y de defensa frente a la penetración de stablecoins dolarizadas. Como ya se explicó en el apartado 2.2, el euro carece de un mercado integrado de activos seguros, lo que limita su potencial como moneda de reserva. El BCE argumenta que un euro digital fortalecería la cohesión del mercado único y reduciría la dependencia tecnológica de actores privados (Bilotta & Botti, 2021). Sin embargo, no crea por sí mismo los activos refugio que demanda el sistema internacional, por lo que difícilmente altere la hegemonía del dólar.

En Estados Unidos, el debate sobre un **dólar digital** responde más a la necesidad de proteger la primacía del USD frente al avance de stablecoins privadas que a una voluntad de innovación estructural. Un dólar digital reforzaría el papel del billete verde en el sistema, garantizando que la digitalización no erosione su centralidad. Otros países —Suecia con la e-Krona, Bahamas con el Sand Dollar, Nigeria con el eNaira— exploran CBDCs con fines de inclusión financiera y modernización, pero sin aspiraciones globales.

Una diferencia fundamental respecto a las criptomonedas privadas es la **capacidad institucional** de los bancos centrales para afrontar la transición tecnológica hacia un futuro cuántico. El BCE, la Fed y el PBoC investigan ya protocolos de criptografía poscuántica, conscientes de que la credibilidad de sus monedas digitales depende de su resiliencia tecnológica. Esta ventaja institucional no debe subestimarse: mientras Bitcoin o Tether podrían quedar obsoletos ante un ataque cuántico, las CBDCs cuentan con recursos y legitimidad para adaptar su infraestructura.

Con todo, el problema estructural permanece: ni el yuan digital ni el euro digital generan un mercado global de activos seguros capaz de rivalizar con el de Estados Unidos. La innovación técnica y la resiliencia institucional no suplen la ausencia de un sustituto eficaz para los Treasury bonds como reserva de valor. Así, las CBDCs pueden fortalecer la soberanía monetaria doméstica o regional, pero no constituyen, al menos por ahora, una alternativa global al dólar.

2.3.4. Conclusión

El análisis realizado en este apartado muestra que la digitalización del dinero no ha modificado, por el momento, la jerarquía del sistema monetario internacional. Bitcoin, pese a la narrativa del “oro digital”, sigue sin ser un activo de reserva creíble debido a su volatilidad, la ausencia de gobernanza institucional y la vulnerabilidad tecnológica que representa la computación cuántica. Las stablecoins, presentadas como instrumentos de estabilidad dentro del ecosistema cripto, refuerzan en la práctica la centralidad del dólar, constituyendo una nueva forma de dolarización digital. Las monedas digitales de bancos centrales, por su parte, introducen innovaciones importantes en materia de pagos y control monetario, pero ni el e-CNY ni el euro digital logran resolver la escasez de activos seguros que limita a sus respectivas monedas como alternativa global al USD.

En consecuencia, puede afirmarse que **ni las criptomonedas ni las CBDCs aportan, en la actualidad, una nueva fuente de reserva de valor internacional**. Más bien prolongan la dependencia del sistema respecto al dólar, aun cuando éste afronta tensiones crecientes derivadas de la irresponsabilidad fiscal y de las divisiones internas en Estados Unidos. El dilema de Triffin continúa plenamente vigente, y la digitalización no parece ofrecer una salida estructural; más bien refleja los límites del sistema y anticipa posibles escenarios de mayor fragilidad institucional.

Conviene subrayar, finalmente, que este análisis ha privilegiado la dimensión monetaria y geopolítica de las innovaciones digitales. Han quedado fuera, por razones de extensión, aspectos de gran relevancia como:

- el **impacto medioambiental** de la minería y del consumo energético de las redes blockchain;
- los problemas de **inclusión digital** y el riesgo de ampliar brechas entre países desarrollados y emergentes;

- los desafíos de **ciberseguridad** en un sistema financiero crecientemente interconectado;
- las implicaciones de la **tecnología cuántica** más allá del riesgo criptográfico, incluyendo la concentración de capacidades en un reducido número de potencias;
- y la necesidad de una **gobernanza internacional de los datos financieros**, que será inevitable en un mundo de pagos instantáneos y monedas digitales interoperables.

Todos estos temas exceden el alcance del presente trabajo, pero constituyen líneas de investigación imprescindibles para comprender plenamente el impacto de la digitalización en la arquitectura monetaria internacional.

3. La trampa de Kindleberger y los ciclos hegemónicos en la historia económica.

El análisis de la fragmentación monetaria contemporánea no puede entenderse sin una perspectiva histórica. A lo largo de los últimos tres siglos, los sistemas monetarios internacionales han oscilado entre fases de expansión y crisis, impulsadas por potencias capaces de articular redes financieras, comerciales y militares globales. Cada ciclo ha concluido de forma similar: cuando el poder hegemónico pierde la capacidad o la voluntad de seguir proporcionando los bienes públicos que sustentan el orden —liquidez, seguridad y confianza—, el sistema entra en descomposición.

Charles Kindleberger formuló esta idea en 1973 al estudiar la Gran Depresión: la falta de liderazgo tras la Primera Guerra Mundial desencadenó un vacío de coordinación que convirtió una recesión ordinaria en un colapso global. En términos históricos, su planteamiento constituye la traducción económica de la trampa de Tucídides: el ascenso de una nueva potencia genera tensiones mientras la anterior se resiste a ceder espacio, abriendo un interregno peligroso en el que la cooperación se desvanece y los equilibrios se rompen.

La economía internacional ha experimentado al menos cuatro grandes transiciones hegemónicas desde comienzos de la era moderna. El primer ciclo, tras la Paz de Utrecht (1713), trasladó el centro de gravedad del poder marítimo y financiero desde los Países

Bajos hacia Gran Bretaña. Londres convirtió la deuda pública en instrumento de proyección global y la City en eje de financiación del comercio mundial. El segundo ciclo, posterior al Congreso de Viena (1815), consolidó la supremacía británica mediante el patrón oro clásico, que ofrecía estabilidad de precios, libre comercio y movilidad de capitales sustentados en la solvencia del Estado británico. Sin embargo, la asimetría entre su liderazgo financiero y su declive productivo anticipó la crisis fiscal que estalló con la Gran Guerra.

El tercer ciclo —de la libra al dólar— fue el más traumático. La Primera Guerra Mundial arruinó las finanzas británicas y trasladó el centro de acumulación a Nueva York. Estados Unidos, pese a concentrar el 60 % de las reservas de oro mundiales, rehusó asumir la tarea de estabilizador. El vacío de liderazgo entre una potencia declinante y otra renuente desembocó en la década de 1930: deflación, colapso del comercio (-66 %), quiebras bancarias y desempleo masivo. Kindleberger interpretó este fracaso como la consecuencia directa de la ausencia de un hegemon dispuesto a sostener el sistema.

El cuarto ciclo, inaugurado en Bretton Woods (1944), restauró la gobernanza global bajo una arquitectura jerárquica. Estados Unidos asumió la función que había eludido tras la Gran Guerra: proveer liquidez, seguridad y un marco institucional. El dólar se ancló al oro, el FMI y el Banco Mundial sirvieron de estabilizadores y la Reserva Federal actuó como prestamista de última instancia global. Durante tres décadas, el crecimiento mundial fue sostenido y las crisis financieras prácticamente desaparecieron.

La ruptura de la convertibilidad en 1971 no destruyó el sistema: lo transformó. Al desaparecer el anclaje metálico, la hegemonía estadounidense pasó de disciplinaria a financiera. Los mercados sustituyeron al oro como garante de confianza y los bonos del Tesoro se convirtieron en el nuevo activo seguro global. El mercado del eurodólar y el reciclaje de los petrodólares aseguraron una liquidez prácticamente ilimitada, sosteniendo la globalización de finales del siglo XX, aunque a costa de una dependencia estructural del ciclo de deuda estadounidense.

Hoy el sistema conserva su arquitectura, pero no su coherencia. Estados Unidos mantiene el monopolio del activo seguro —los *Treasuries*— y el control tecnológico del sistema de pagos, pero muestra claros signos de fatiga estructural. La historia económica demuestra que los periodos de transición hegemónica comparten rasgos macroeconómicos consistentes: inestabilidad cambiaria, volatilidad financiera, inflación persistente, escasez de activos seguros y un aumento del gasto militar y del riesgo político. A ello se suma un proceso recurrente de innovación financiera desordenada, por el cual los mercados intentan compensar la pérdida de confianza en la divisa dominante mediante la creación de

sustitutos: letras privadas en el siglo XVIII, eurodólares en los setenta, criptomonedas y CBDCs en la actualidad.

El deterioro del liderazgo estadounidense no implica un colapso inmediato, sino una fragmentación progresiva. El dólar continúa siendo la referencia, pero su hegemonía resulta más costosa y menos universal. Algunos autores —Keohane (1984), Eichengreen (2011)— han planteado que la cooperación institucional podría sustituir parcialmente la hegemonía individual, dando lugar a un pluralismo monetario estable. Sin embargo, la experiencia de 2008 desmiente ese optimismo: cuando los mercados globales colapsaron, la respuesta eficaz no vino del FMI ni del G20, sino de la Reserva Federal, que extendió líneas *swap* a los principales bancos centrales. Sin la elasticidad del balance de la Fed, el sistema habría implosionado.

En la actualidad, las instituciones multilaterales actúan más como mecanismos de amortiguación que como centros de liderazgo. Su capacidad estabilizadora depende de la voluntad estadounidense de respaldarlas política y financieramente. Por ello, la teoría de Kindleberger conserva su vigencia: sin un garante dispuesto a asumir pérdidas para preservar el sistema, las crisis tienden a propagarse.

La relocalización industrial, la transición energética y la reconfiguración de las cadenas de valor aumentan los costes y reducen la coordinación monetaria. La ausencia de un ancla común —como lo fue el dólar durante el ciclo de la globalización— favorece la coexistencia de varios regímenes inflacionarios y eleva la prima de riesgo geopolítica de forma estructural. Los Estados con menor acceso a liquidez dolarizada afrontan tipos más altos y dependencia de prestamistas bilaterales, mientras las economías avanzadas financian su estabilidad mediante mayor endeudamiento.

El panorama que emerge es el de un orden fatigado, sostenido más por la inercia que por la convicción. Estados Unidos conserva los instrumentos de hegemonía —la Fed, los *Treasuries*, la red financiera global—, pero su liderazgo se vuelve defensivo. China, por su parte, construye autonomía monetaria sin pretender asumir la función estabilizadora del sistema. Ninguno de los dos actúa como proveedor de bienes públicos internacionales.

La consecuencia macroeconómica es un entorno de **liquidez global decreciente y costes de coordinación crecientes**. Las crisis futuras no serán explosivas, sino prolongadas: episodios intermitentes de tensión financiera, inflación y bajo crecimiento. En términos históricos, nos situamos en un punto intermedio del ciclo kindlebergeriano: el hegemon declina, los emergentes no lo reemplazan y las instituciones de Bretton Woods pierden

capacidad de mediación. La trampa se activa no por colapso súbito, sino por erosión acumulativa: la estabilidad se mantiene, pero a un coste político y macroeconómico cada vez mayor.

La lección histórica es clara: como en 1930 o en 1971, los sistemas internacionales no mueren de repente, sino que se desgastan lentamente hasta que surge un nuevo consenso sobre quién y cómo debe sostener la estabilidad global.

Conclusión

El análisis de las alternativas al dólar muestra un panorama fragmentado en el que ninguna divisa —ni siquiera combinadas— logra reunir simultáneamente las condiciones necesarias para reemplazarlo como moneda de reserva global.

El euro, segunda divisa internacional más relevante, sigue lastrado por limitaciones estructurales persistentes: ausencia de un activo seguro unificado, fragmentación de los mercados de capitales y falta de unión fiscal y política. Estas carencias le impiden trascender más allá de un papel de divisa secundaria con influencia regional, pero sin la elasticidad global que caracterizan a los Treasuries. Incluso en prospectiva, su peso internacional tenderá a disminuir salvo que la Unión Europea acometa reformas de gran calado en integración fiscal y política.

El renminbi ha desarrollado instrumentos de internacionalización funcional —la BRI, los acuerdos de swap, el sistema CIPS o el uso del yuan en contratos energéticos— y experimenta con innovaciones como el e-CNY y el proyecto mBridge. Todo ello le ha permitido aumentar el peso del RMB en transacciones comerciales y reservas regionales. Sin embargo, estas iniciativas no deben interpretarse como un camino decidido hacia la sustitución del dólar. Más bien reflejan una estrategia de **diversificación defensiva**, diseñada para reducir vulnerabilidades frente a sanciones y reforzar la autonomía financiera de Pekín. Convertirse en el nuevo hegemon exigiría abrir la cuenta de capital, liberalizar plenamente su sistema financiero y asumir la provisión global de bienes públicos monetarios, pasos que chocarían con la prioridad de preservar la **soberanía nacional y el control político** sobre su economía. En consecuencia, aunque China se proyecte como aspirante al relevo, en realidad **ni está preparada ni desea ocupar esa posición al menos en el corto medio plazo**, lo que confirma la ausencia de un sustituto dispuesto a asumir el liderazgo global.

En el frente digital, ni Bitcoin ni otras criptodivisas cumplen los criterios básicos de una moneda internacional: su volatilidad, falta de gobernanza y vulnerabilidad tecnológica las desacreditan como reservas de valor. Las stablecoins, lejos de debilitar al dólar, refuerzan su hegemonía en versión tokenizada, al estar mayoritariamente colateralizadas en activos denominados en USD. Por su parte, las CBDCs aportan eficiencia y resiliencia tecnológica, pero su alcance es doméstico o regional; no generan el stock global de activos seguros que exige el sistema.

En conjunto, estas alternativas pueden desempeñar funciones parciales —facturación comercial regional, innovación en sistemas de pago, diversificación de reservas—, pero ninguna provee el conjunto de bienes públicos monetarios globales que caracterizan al dólar desde 1945.

La respuesta honesta a la pregunta que da pie a este trabajo —“¿Está el dólar en decadencia y quién será su posible relevo?”— es doble: sí existe una erosión funcional del dólar, pero no hay un relevo capaz de asumir, en su conjunto, las funciones de bien público internacional que el dólar ha provisto durante más de siete décadas.

Esta asimetría es precisamente lo que acerca al sistema a la **trampa de Kindleberger**. La deriva actual apunta más a una provisión selectiva y politizada de estos bienes, que excluye a bloques geopolíticos enteros y acelera la fragmentación de la economía global. Conviene precisar, no obstante, que este trabajo **no pretende examinar en profundidad la teoría de Kindleberger**, sino que la **acepta de forma parcial**, destacando dos elementos: por un lado, la deriva internacional actual apunta más a la **exclusión selectiva de estos bienes en bloques geopolíticos concretos**, lo que acelera la fragmentación de la economía global; y, por otro, incluso bajo la hipótesis de aceptar la necesidad de un hegemon, la provisión de dichos bienes sigue siendo cada vez más limitada y controvertida.

El hilo conductor de este TFM confirma la vigencia del **dilema de Triffin**: el mundo demanda activos seguros, y Estados Unidos los provee mediante emisiones crecientes de Treasuries. Pero lo que antes era escasez hoy es sobreabundancia: el incremento de la deuda pública y de la carga de intereses erosiona la confianza en la sostenibilidad fiscal de EE. UU. y, con ella, en su capacidad de seguir ofreciendo el activo seguro global. A esto se suman tres tensiones adicionales: (i) infraestructuras de pago cada vez más “armadas”, que incentivan a otros países a buscar alternativas; (ii) un prestamista de última instancia internacional que opera en régimen de club, limitado a las líneas swap de la Fed con aliados; y (iii) una gobernanza internacional más débil que en 2008, incapaz de generar consensos inclusivos.

Los candidatos al relevo muestran sus límites. El euro carece de un activo seguro mutualizado y de unión fiscal; el RMB avanza en regionalización, pero no quiere ni puede asumir las obligaciones de un hegemon; las innovaciones digitales aportan eficiencia y resiliencia, pero no sustituyen la provisión de bienes públicos monetarios globales.

La conclusión, por tanto, es nítida: la decadencia del dólar no implica la inminente emergencia de un nuevo hegemon monetario, sino la gestión de un vacío. Si Estados Unidos continúa degradando su capacidad de proveer los bienes públicos que sostienen el orden económico global, el sistema no transitará hacia una nueva hegemonía, sino hacia un mosaico inestable de divisas y sistemas de pago, con mayores costes de transacción, primas de riesgo geopolítico y una arquitectura internacional más frágil.

El “relevo”, en suma, no es una bandera, sino una gestión del vacío. Si el sistema rehúye esa agenda mínima de reformas —en EE. UU., en la UE y en las instituciones multilaterales—, la trampa de Kindleberger dejará de ser un marco analítico para convertirse en escenario base. Y entonces la pregunta ya no será quién sustituye al dólar, sino cómo administrar un orden global sin ancla.

Bibliografía

Aiyar, S., Presbitero, A. F., & Ruta, M. (Eds.). (2023). *Goeconomic fragmentation and the future of multilateralism*. CEPR Press & International Monetary Fund.

Alden, C. (2023). *China and Africa: Building a new global order?* Oxford University Press.

Alden, C., & Large, D. (2019). *New directions in Africa–China studies*. Routledge.

Arslanalp, S., Eichengreen, B., & Simpson-Bell, C. (2022). *The stealth erosion of dollar dominance: Active diversifiers and the rise of nontraditional reserve currencies* (IMF Working Paper No. 22/58). International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798400200378.001>

Bank for International Settlements (BIS). (2020). *Central bank digital currencies: Foundational principles and core features* (BIS Papers No. 107). BIS.

Bank for International Settlements (BIS). (2021). *Inthanon–LionRock to mBridge: Building a multi-CBDC platform for international payments* (BIS Papers No. 115). BIS.

Bank for International Settlements (BIS). (2022). *Triennial central bank survey of foreign exchange and OTC derivatives markets*. <https://www.bis.org/statistics/rpfx22.htm>

- Bilotta, N., & Botti, F. (Eds.). (2021). *The (near) future of central bank digital currencies: Risks and opportunities for the global economy and society*. Istituto Affari Internazionali.
- Bräutigam, D. (2009). *The dragon's gift: The real story of China in Africa*. Oxford University Press.
- Bräutigam, D. (2020). *Debt relief with Chinese characteristics* (SAIS-CARI Policy Brief). Johns Hopkins University.
- Bräutigam, D., & Rithmire, M. (2021). *The Chinese "debt trap" is a myth*. Atlantic Council.
- Brunnermeier, M. K., James, H., & Landau, J. P. (2021). *The digitalization of money* (BIS Working Paper No. 941). Bank for International Settlements.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.3630204>
- Caballero, R. J., Farhi, E., & Gourinchas, P. O. (2017). The safe assets shortage conundrum. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 29–46.
<https://doi.org/10.1257/jep.31.3.29>
- Center for Global Development. (2019). *Examining the debt implications of the Belt and Road Initiative from a policy perspective* (Policy Paper No. 121).
- China Africa Research Initiative (CARI). (2024). *Chinese loans to Africa database 2000–2023*. Johns Hopkins University. <https://www.sais-cari.org>
- Chinn, M. D., & Frankel, J. A. (2008a). *The euro may over the next 15 years surpass the dollar as leading international currency* (NBER Working Paper No. 13909). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w13909>
- Chinn, M. D., & Frankel, J. A. (2008b). Why the euro will rival the dollar. *International Finance*, 11(1), 49–73. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2362.2008.00213.x>
- Chinn, M. D., & Ito, H. (2006). What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. *Journal of Development Economics*, 81(1), 163–192.
<https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2005.05.010>
- Chohan, U. W. (2020). Are stablecoins stable? *SSRN Working Paper*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.3326823>
- Cohen, B. J. (2008). *International political economy: An intellectual history*. Princeton University Press.

- Cohen, B. J. (2019). *Currency statecraft: Monetary rivalry and geopolitical ambition*. University of Chicago Press.
- Curcuro, S., Dvorak, T., & Warnock, F. (2008). Cross-border returns differentials. *Quarterly Journal of Economics*, 123(4), 1495–1530. <https://doi.org/10.1162/qjec.2008.123.4.1495>
- Di Casola, P., Götz, M., & Koulischer, F. (2023). *Bitcoin trading and global financial integration* (ECB Working Paper No. 2868). European Central Bank.
- Draghi, M. (2024). *Informe sobre la competitividad europea*. Comisión Europea.
- Drăghici, I. I. (2023). Fiscal integration of the monetary union – The solution against fragmentation. *Theoretical and Applied Economics*, 30(2), 208–214.
- Eichengreen, B. (1998). The euro as a reserve currency. *Journal of the Japanese and International Economies*, 12(4), 483–506. <https://doi.org/10.1006/jjie.1998.0437>
- Eichengreen, B. (2011). *Exorbitant privilege: The rise and fall of the dollar and the future of the international monetary system*. Oxford University Press.
- Eichengreen, B. (2019). *From commodity to fiat and now to crypto: What does history tell us?* (NBER Working Paper No. 25426). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w25426>
- Eichengreen, B., & Kawai, M. (Eds.). (2015). *Renminbi internationalization: Achievements, prospects, and challenges*. Brookings Institution Press & Asian Development Bank Institute.
- Eichengreen, B., & Lombardi, D. (2015). *RMBI or RMBR: Is the renminbi destined to become a global or regional currency?* (NBER Working Paper No. 21716). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w21716>
- Eichengreen, B., Mehl, A., & Chitu, L. (2017). *Mars or Mercury? The geopolitics of international currency choice* (NBER Working Paper No. 24145). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w24145>
- European Central Bank (ECB). (2023). *The international role of the euro*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/ire>
- Export-Import Bank of China (CEXIM). (2024). *Annual report 2024*. Beijing: CEXIM.

Farrell, H., & Newman, A. L. (2019). Weaponized interdependence: How global economic networks shape state coercion. *International Security*, 44(1), 42–79.

https://doi.org/10.1162/ISEC_a_00351

Feldkircher, M., & Klieber, K. (2023). Integration or fragmentation? A closer look at euro area financial markets. *arXiv preprint*. <https://arxiv.org/abs/2310.07790>

Fornaro, L., & Grosse-Steffen, C. (2025). *Fragmented monetary unions* (CREI Working Paper). <https://crei.cat/wp-content/uploads/2025/02/FMU.pdf>

Forum on China–Africa Cooperation (FOCAC). (2023). *Beijing Action Plan 2024–2026*. Ministry of Foreign Affairs of the PRC.

Garofalo, P., Gulati, G., & Zymek, R. (2025). *Sanctions and currencies* (NBER Working Paper). National Bureau of Economic Research.

Gopinath, G. (2015). *The international price system* (Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No. 232). Federal Reserve Bank of Dallas.

Gopinath, G., & Stein, J. C. (2021). Banking, trade, and the making of a dominant currency. *Quarterly Journal of Economics*, 136(2), 783–830. <https://doi.org/10.1093/qje/qjab005>

Gourinchas, P. O., & Rey, H. (2007). From world banker to world venture capitalist: U.S. external adjustment and the exorbitant privilege. In R. Clarida (Ed.), *G7 current account imbalances: Sustainability and adjustment* (pp. 11–55). University of Chicago Press.

Gourinchas, P. O., Rey, H., & Govillot, N. (2010). Exorbitant privilege and exorbitant duty. *IMF Economic Review*, 58(1), 1–21. <https://doi.org/10.1057/imfer.2010.4>

Green Finance & Development Center. (2025). *China Belt and Road Initiative (BRI) investment report 2025 H1*. Fudan University. <https://greenfdc.org/china-belt-and-road-initiative-bri-investment-report-2025-h1/>

Helleiner, E. (2008). Political determinants of international currencies: What future for the U.S. dollar? *Review of International Political Economy*, 15(3), 354–378. <https://doi.org/10.1080/09692290801928706>

International Monetary Fund (IMF). (2019). *The dollar dominance and the global economy* (IMF Policy Paper).

International Monetary Fund (IMF). (2020). *Digital money across borders: Macro-financial implications* (IMF Policy Paper).

International Monetary Fund (IMF). (2023a). *World Economic Outlook database*.
<https://www.imf.org/en/Publications/WEQ>

International Monetary Fund (IMF). (2023b). *Currency composition of official foreign exchange reserves (COFER)*. <https://data.imf.org>

Keohane, R. O. (1984). *After hegemony: Cooperation and discord in the world political economy*. Princeton University Press.

Kindleberger, C. P. (1973). *The world in depression, 1929–1939*. University of California Press.

Kołodziejczyk, H., & Jarno, K. (2020). Stablecoin – the stable cryptocurrency. *Studia BAS*, 3(63), 155–170. <https://doi.org/10.31268/StudiaBAS.2020.26>

Krishnamurthy, A., & Vissing-Jorgensen, A. (2012). The aggregate demand for Treasury debt. *Journal of Political Economy*, 120(2), 233–267. <https://doi.org/10.1086/666526>

Krugman, P. (1980). Vehicle currencies and the structure of international exchange. *Journal of Money, Credit and Banking*, 12(3), 513–526. <https://doi.org/10.2307/1991829>

Liu, J. (2023). Network effect and international currency. *Scandinavian Journal of Economics*, 125(3), 765–789. <https://doi.org/10.1111/sjoe.12523>

Lu, K. (2022). RMB internationalization based on the perspective of the Belt and Road. In *Proceedings of the 2022 International Conference on Finance, Economics, and Industrial Development (ICFEID)* (pp. 416–422). Atlantis Press.
<https://doi.org/10.2991/aebmr.k.220307.083>

McKinnon, R. (2010). The global dollar standard and China's exchange rate. *China & World Economy*, 18(1), 1–20. <https://doi.org/10.1111/j.1749-124X.2010.01178.x>

Naughton, B. (2007). *The Chinese economy: Transitions and growth*. MIT Press.

National Association of Financial Market Institutional Investors (NAFMII). (2024). *Reform and development of China's bond market*. NAFMII.

People's Bank of China (PBOC). (2023). *Payment system report 2023*. PBOC.

People's Republic of China. (2021). *The 14th five-year plan for national economic and social development and long-range objectives for 2035*. State Council of the PRC.

Portes, R. (1998). *The emergence of the euro as an international currency* (NBER Working Paper No. 6424). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w6424>

Prasad, E. (2021). *The future of money: How the digital revolution is transforming currencies and finance*. Harvard University Press.

Siranova, M., & Rocha, R. (2019). Determinants shaping the international currency system: Where do currencies stand? *The World Economy*, 42(8), 2397–2424. <https://doi.org/10.1111/twec.12788>

Sohn, I. (2015). China's monetary ambitions: RMB internationalization in comparative perspective. *The Korean Journal of International Studies*, 13(1), 49–80. <https://doi.org/10.14731/kjis.2015.08.13.1.49>

Strange, S. (1987). The persistent myth of lost hegemony. *International Organization*, 41(4), 551–574.

Strange, S. (1994). *States and markets*. Pinter Publishers.

Subacchi, P. (2016). *The people's money: How China is building a global currency*. Columbia University Press.

SWIFT. (2024). *RMB tracker: Monthly reporting and statistics on renminbi progress towards becoming an international currency*. SWIFT.

Triffin, R. (1960). *Gold and the dollar crisis: The future of convertibility*. Yale University Press.

Weiss, C. (2022). *Geopolitics and the U.S. dollar's future as a reserve currency* (International Finance Discussion Papers No. 1359). Board of Governors of the Federal Reserve System. <https://doi.org/10.17016/IFDP.2022.1359>

World Bank. (2023). *Africa's pulse: Economic developments and prospects in Sub-Saharan Africa*. World Bank.

World Inequality Lab. (2024). *Has the U.S. exorbitant privilege become a rich world privilege?* (WIL Working Paper No. 2024/14). <https://wid.world>

Yermack, D. (2014). *Is Bitcoin a real currency? An economic appraisal* (NBER Working Paper No. 19747). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w19747>

Zárate, J. (2013). *Treasury's war: The unleashing of a new era of financial warfare*. PublicAffairs.

Zhang, F., Yu, M., Yu, J., & Jin, Y. (2017). The effect of RMB internationalization on the Belt and Road Initiative: Evidence from bilateral swap agreements. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(12), 2845–2857. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2017.1382346>