



Facultad de Ciencias Humanas y Sociales  
Grado en Relaciones Internacionales

Trabajo Fin de Grado

# La Supremacía del dólar estadounidense

Estudiante: Ana Álvarez-Bolado Lázaro

Director: Elena María Díaz Aguiluz

Madrid, abril 2024

**Resumen:** El sistema financiero y monetario mundial se ha regido bajo la supremacía de Estados Unidos desde la Conferencia de Bretton Woods. Esta Conferencia consiguió instaurar el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial los cuales han sido imprescindibles para la primacía del dólar. El papel de Estados Unidos en el comercio, la capacidad de proporcionar crédito al resto de países, así como la liquidez, estabilidad y credibilidad que su economía proporciona, han consolidado el dólar como el principal vehículo para las transacciones, los préstamos, los títulos de deuda y como reserva oficial de los bancos centrales.

Sin embargo, la subida de los tipos de interés, el aumento del techo de deuda de Estados Unidos y el surgimiento de nuevos agentes en la geopolítica han podido debilitar esta hegemonía. Por lo tanto, se evaluará el valor actual de la divisa, analizando el contexto internacional del Sistema Monetario y las posibles variables que podrían desplazar la supremacía de la divisa.

**Palabras clave:** dólar estadounidense, renminbi, euro, moneda vehicular, supremacía, geopolítica, política monetaria, crecimiento económico, reserva de divisas, flujos de capital y comercio.

---

**Abstract:** The world financial and monetary system has been governed under the supremacy of the United States since the Bretton Woods Conference. This Conference succeeded in establishing the International Monetary Fund and the World Bank, which have been essential for the primacy of the dollar. The role of the United States in trade, its ability to provide credit to other countries, as well as the liquidity, stability and credibility that its economy provides, have consolidated the dollar as the main vehicle for transactions, loans, debt securities and as the official reserve of central banks.

However, rising interest rates, the increase in the U.S. debt ceiling and the emergence of new players in geopolitics have been able to weaken this hegemony. Therefore, the current value of the currency will be evaluated, analyzing the international context of the Monetary System and the possible variables that could displace the supremacy of the currency.

**Key words:** US dollar, renminbi, euro, vehicle currency, supremacy, geopolitics, monetary policy, economic growth, foreign exchange reserves, capital flows and trade.

## Índice

<b>1. Introducción.....</b>	<b>4</b>
<b>1.1. Finalidad y motivos .....</b>	<b>4</b>
<b>1.2. Estado de la cuestión .....</b>	<b>8</b>
<b>1.3. Objetivos y preguntas de investigación .....</b>	<b>8</b>
<b>1.4. Metodología.....</b>	<b>9</b>
<b>2. Marco Teórico.....</b>	<b>10</b>
<b>2.1. Antecedentes históricos y Trilema de Mundell-Fleming.....</b>	<b>10</b>
2.1.1. Conferencia de Bretton Woods y el origen del trilema .....	11
2.1.2. La función del FMI y el Banco Mundial.....	13
2.1.3. La crisis del Sistema Bretton Woods, la transición hacia tipos de cambios flotantes	14
2.1.4. Los petrodólares y su impacto .....	15
2.1.5. Hegemonía financiera de EE. UU. y la consolidación del dólar como moneda de reserva mundial .....	16
2.1.6. Análisis del Trilema en la economía global actual.....	17
<b>2.2. El valor de la moneda.....</b>	<b>18</b>
<b>2.3. Factores que determinan la oferta monetaria.....</b>	<b>18</b>
2.3.1. Política monetaria: creación de masa monetaria, tipos de interés .....	19
2.3.2. Intervención gubernamental en el mercado de divisas y reservas .....	20
<b>2.4. Factores que determinan la demanda de moneda .....</b>	<b>20</b>
2.4.1. El crecimiento económico e inversión .....	20
2.4.2. Comercio y otros flujos de capitales.....	21
2.4.3. Factores políticos y geopolíticos.....	21
2.4.4. Crisis y eventos extraordinarios .....	22
<b>3. Análisis del valor de las 5 principales divisas .....</b>	<b>23</b>
<b>3.1. Análisis de la oferta monetaria.....</b>	<b>23</b>
3.1.1. Análisis de la creación de masa monetaria por las autoridades .....	23
3.1.2. Análisis de las reservas de divisas en los bancos centrales.....	26
3.1.3. Análisis de los tipos de interés.....	28
3.1.4. Recapitulaciones de los resultados del análisis de oferta monetaria .....	30
<b>3.2. Análisis de la demanda monetaria .....</b>	<b>31</b>
3.2.1. Análisis del crecimiento económico.....	31
3.2.2. Análisis de los flujos del comercio .....	32
3.2.3. Análisis del resto de flujos de capital .....	35
3.2.4. Análisis de las crisis y eventos geopolíticos.....	39
3.2.5. Recapitulaciones del análisis de la demanda monetaria .....	43
<b>4. Conclusiones, limitaciones y recomendaciones.....</b>	<b>46</b>
<b>Bibliografía .....</b>	<b>49</b>

## Índice de gráficos:

<b>GRÁFICO 1. EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL, ÍNDICE 2020=100</b> .....	8
<b>GRÁFICO 2. EVOLUCIÓN DE LA CREACIÓN DE MASA MONETARIA M3, ÍNDICE 2015=100</b> .....	25
<b>GRÁFICO 3. EVOLUCIÓN MASA MONETARIA (% DEL PIB)</b> .....	26
<b>GRÁFICO 4. EVOLUCIÓN DE LA DEMANDA PARA LA RESERVA DE DIVISAS DE LOS BANCOS CENTRALES (EN % SOBRE EL TOTAL)</b> .....	28
<b>GRÁFICO 5. RESERVAS MUNDIALES ASIGNADAS POR MONEDA 2023</b> .....	28
<b>GRÁFICO 6. TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DE LOS BANCOS CENTRALES</b> .....	30
<b>GRÁFICO 7. PIB (EE. UU. \$ A PRECIOS ACTUALES) (EN MILLONES)</b> .....	32
<b>GRÁFICO 8. PARTICIPACIÓN DEL COMERCIO GLOBAL Y MONEDA DE FACTURACIÓN (1999-2019)</b> .....	33
<b>GRÁFICO 9. FACTURACIÓN DE EXPORTACIONES POR DIVISA, 1999-2019</b> .....	34
<b>GRÁFICO 10. COMERCIO DE BIENES DE CHINA FACTURADOS EN RENMINBI, 2011-2023</b> .....	35
<b>GRÁFICO 11. VOLUMEN DE DERIVADOS NEGOCIADOS EN BOLSA POR DIVISA (TODOS LOS INSTRUMENTOS) EN MILLONES DE DÓLARES (ESCALA LOGARÍTMICA)</b> .....	36
<b>GRÁFICO 12. EVOLUCIÓN DEL STOCK IED ENTRANTE DE 2005 - 2022 EN MILLONES DE DÓLARES</b> .....	37
<b>GRÁFICO 13. EVOLUCIÓN DEL STOCK IED HACIA EL EXTERIOR DE 2005 - 2022 EN MILLONES DE DÓLARES</b> .....	38
<b>GRÁFICO 14. CRECIMIENTO ANUAL DE LOS PASIVOS TRANSFRONTERIZOS DE TODOS LOS BANCOS DECLARANTES POR MONEDA (EN MILLONES DE DÓLARES)</b> .....	39
<b>GRÁFICO 15. SALDO VIVO DE LOS PASIVOS TRANSFRONTERIZOS DE TODOS LOS BANCOS DECLARANTES POR MONEDA (EN MILLONES DE DÓLARES)</b> .....	39
<b>GRÁFICO 16. ÍNDICE RIESGO GEOPOLÍTICO (1985-2019=100)</b> .....	41
<b>GRÁFICO 17. MAPA DE RIESGOS GEOPOLÍTICOS POR ATENCIÓN DEL MERCADO, PRECIOS DEL MERCADO Y PROBABILIDAD A FEBRERO DE 2024</b> .....	43

## **1. Introducción**

### **1.1.Finalidad y motivos**

Según autores como Michael Hudson, la supremacía del dólar tiene sus principios en 1917, durante la Primera Guerra mundial, cuando las potencias de la Triple Aliada fueron financiadas por el gobierno de Estados Unidos (Hudson, 2003). Sin embargo, la mayoría de los investigadores apuntan a que la supremacía del dólar tiene sus orígenes en las Conferencias de Bretton Woods en 1944, a partir de la cual, se estableció la convertibilidad oro-dólar. Este sistema “reorganizó el mundo libre alrededor del dólar [...]. EE. UU. representaba más de la mitad del producto bruto mundial, disponía de la totalidad de reservas en oro y era el único en poder financiar la reconstrucción y recuperación económica en la posguerra” (Mosconi, 2009). Años más tarde, en 1977, el dólar estadounidense alcanzó un máximo de 85% como moneda de reservas y se convirtió en la principal moneda para el comercio internacional y las transacciones (Hirst & Tokatlian, 2023).

Esta situación ha proporcionado numerosos privilegios a EE. UU. El primer ministro francés Valery Giscard D’Estaing en los años 60, acuñó este beneficio como “el exorbitante privilegio” ya que argumentaba que la alta demanda de dólares le permitía financiarse muy barato (Siripurapu & Berman, 2023). Este ministro argumentaba que la Guerra de Vietnam estaba siendo financiada por Europa y Japón. El dólar era considerado como reserva de valor y es por esto que Estados Unidos podía aumentar su déficit comercial y seguir emitiendo dólares sin que esto implicase una devaluación de la moneda debido a su alta demanda.

Adicionalmente, el “privilegio exorbitante” de EE. UU. se ha seguido señalando en las últimas décadas, debido a que ahora sucede en el este asiático, particularmente en China, lo mismo que con la Guerra de Vietnam (Boltho, 2012). Según Andrea Boltho: “los grandes superávits de China han sido convertidos mayoritariamente en bonos del Tesoro estadounidense y las enormes entradas de capital generadas han fomentado los excesos norteamericanos del préstamo que contribuyeron a la reciente crisis financiera”. Sin embargo, otros autores sugieren que actualmente ya no confiere una ventaja tan exorbitante ya que provoca que la balanza comercial americana se ha traducido en un creciente déficit (Siripurapu & Berman, 2023). Además, la disminución de Estados

Unidos en la economía global y la emergencia de otros países y divisas pueden suponer la erosión de este privilegio.

Asimismo, en 1999 con el lanzamiento del euro, el panorama se abrió hacia nuevas alternativas. El euro ahora supone una de las monedas que hace competencia al dólar en muchos aspectos. La Unión Europea presenta numerosas similitudes y ventajas con respecto a Estados Unidos, al ser también una gran economía, contar con una política monetaria independiente y con una divisa internacionalmente reconocida (Hirst & Tokatlian, 2023).

Posteriormente, la crisis financiera de 2008 marcó un punto de inflexión en la percepción de solidez del dólar estadounidense como moneda de reserva y medio de intercambio internacional. La gran volatilidad cambiaria y las políticas económicas que desataron la crisis desencadenaron un análisis profundo sobre la robustez del dólar y su posición en el sistema financiero mundial (Girón, 2010). Esta crisis también puso en evidencia los intereses de grandes empresas estadounidenses y su relación con el Banco Central y el Fondo Monetario Internacional.

La centralidad del dólar en el sistema de pagos internacionales le hace a Estados Unidos tener un fuerte poder para imponer sanciones financieras (Siripurapu & Berman, 2023). Es notable que, desde eventos como la anexión de Crimea en 2014, Estados Unidos ha ejercido este poder para establecer castigos a determinados países por cuestiones geopolíticas. Actualmente, las sanciones interpuestas por Estados Unidos a Rusia después de la invasión de Ucrania en 2022 han bloqueado 300 mil millones de euros de Reservas Rusas (European Council, 2022). Ante esto, Rusia ha optado por el uso del rublo en varios contratos bilaterales de combustible (Hirst & Tokatlian, 2023). Este hecho refuerza la voluntad de los países por buscar otras alternativas al dólar estadounidense y a la búsqueda de un proceso de desdolarización.

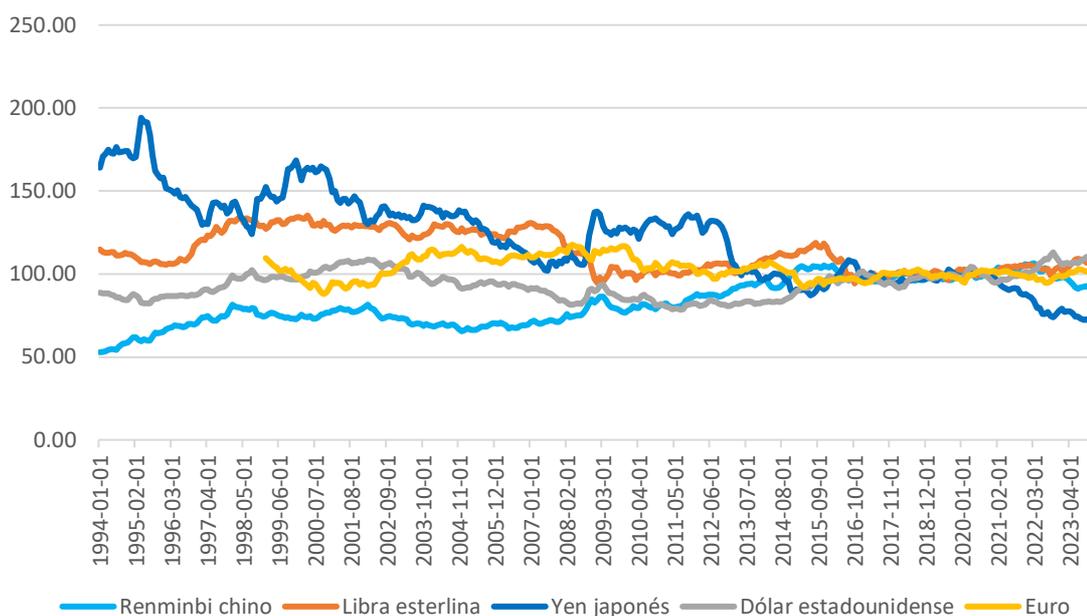
La posición de China como potencia económica global también está redefiniendo el paisaje monetario internacional. La Iniciativa “The Belt and Road” de China ha actuado como un catalizador en el proceso de internacionalización del renminbi. Como parte de esta iniciativa, China se ha convertido en uno de los bancos para países en Asia, África y América Latina con el financiamiento de infraestructura. Este financiamiento se está

realizando en renminbi lo que catapulta el uso de esta divisa en el mercado de capitales (Li, 2019). A esto se le suma la maniobra estratégica del presidente Xi Jinping en 2022 para que Arabia Saudí acepte el renminbi chino en el comercio del petróleo, imitando la estrategia de Estados Unidos (Vijay, 2022). Asimismo, el reconocimiento de la moneda china se solidificó cuando fue incluida en la cesta de Derechos Especiales de Giro en 2015 aumentando su estatus internacional.

El deseo de desdolarización no se limita a las acciones de los grandes jugadores internacionales. El grupo de economías emergentes conocido como BRICS también está explorando alternativas al dólar. Durante la Cumbre de 2023 el presidente de Brasil instó a considerar el comercio en monedas nacionales. Además, dentro de este grupo existe una corriente de pensamiento hacia crear una moneda común con el fin de protegerse contra la devaluación cuando el dólar aumenta su valor (Siripurapu & Berman, 2023).

Asimismo, a continuación, se muestra la evolución de la tasa de cambio efectiva. Podemos observar cómo en los primeros años del gráfico el yen japonés, la libra esterlina y el renminbi chino, experimentan una mayor volatilidad. Sin embargo, podemos observar cómo a medida que avanzamos en el tiempo, existe una tendencia a la convergencia de las monedas. Esto nos puede indicar una estabilización de estas monedas y el efecto de una mayor interdependencia económica y globalización en el sistema financiero. El dólar estadounidense muestra menos volatilidad en comparación con las otras monedas y esto refleja su papel como moneda de confianza y su estabilidad relativamente constante a lo largo del tiempo. También podemos observar como el euro, desde su introducción ha logrado mantener una paridad con el dólar estadounidense, sugiriendo que el euro se ha establecido su posición como una moneda fuerte en los mercados de divisas. Además, la tasa de cambio del renminbi chino parece tener una tendencia hacia el alza, lo que puede reflejar la voluntad de las autoridades monetarias chinas de internacionalizar su moneda. Aunque este gráfico no tiene la capacidad de mostrar claramente si existen signos del fin de la supremacía del dólar estadounidense, la estabilidad relativa y fuerza del resto de monedas, sugieren un cambio en el panorama internacional pudiendo hacer cambiar la dinámica.

**Gráfico 1. Evolución del tipo de cambio efectivo real, índice 2020=100**



Fuente: elaboración propia, a partir de datos de (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2024)

Estos eventos y movimientos indican una tendencia hacia la multipolaridad monetaria y pueden indicar cómo el “exorbitante privilegio” del dólar estadounidense enfrenta numerosos desafíos sin precedentes, pudiendo remodelar el panorama financiero internacional. Es por ello que la motivación de este trabajo es la de investigar acerca de si la posición del dólar en el sistema sigue siendo hegemónica.

Esta investigación se basa en una concepción realista del orden mundial, en el que el poder y los intereses nacionales configuran el sistema internacional. La teoría del realismo enfatiza al Estado como actor principal del sistema ya que es este quien tiene que mirar por sus intereses nacionales. En esta teoría el estado debe maximizar su poder (Barbé, 2007). Es por ello, que la concepción realista se aproxima en mayor medida a la situación en la que Estados Unidos es el líder dentro del sistema financiero. La supremacía del dólar se interpreta como ese poder que ha ejercido Estados Unidos con el fin de imponer sus propios intereses en el sistema y desarrollar durante un largo tiempo el “exorbitante privilegio”. Asimismo, tal condición le permite a Estados Unidos mantener el *statu quo* dentro del sistema internacional. Además, desde esta perspectiva, la utilización de la posición de la moneda como instrumento para ejercer presión geopolítica a través de sanciones subraya el carácter realista de la misma. La competición

de otros Estados por la influencia en el sistema también es una característica de esta teoría. Podemos ver como la competencia de Rusia, China y otras potencias al dólar estadounidense busca desafiar la gran influencia de Estados Unidos para mejorar sus posiciones en el sistema.

## **1.2.Estado de la cuestión**

El surgimiento de estas presiones hacia desbancar la posición de la hegemonía del dólar ha mostrado interés en los analistas y en la literatura existente. Existe literatura sobre cómo se ha instaurado la hegemonía del dólar y muchos investigadores apuntalan hacia distintos eventos históricos que han permitido que Estados Unidos logre esta supremacía.

En el contexto ya explicado con la invasión de Ucrania por Rusia, la pandemia del COVID-19 y la subida de tipos de interés en Estados Unidos numerosos organismos de investigación tratan de evaluar si realmente está amenazada esta hegemonía. Una de estas investigaciones se ha llevado a cabo por el Real Instituto Elcano, en la que los analistas evalúan las alternativas al dólar estadounidense y explican el sistema de pagos internacional actual y el papel que desempeña (Otero & González-Agote, 2023). Este análisis no es el único ya que numerosos medios de comunicación como periódicos ya han mostrado su opinión en artículos acerca de este tema. Prueba de ello es el artículo de El Economista, en el que el autor comenta cómo la situación geopolítica actual está contribuyendo hacia una tendencia financiera más multipolar (Becedas, 2023). Bancos y otros organismos financieros también tratan de tener una opinión fundamentada sobre si realmente está ocurriendo un proceso de desdolarización. Un análisis de J.P. Morgan aborda el tema tratando de analizar los impactos que puede suponer la desdolarización, presuponiendo que este proceso ya está ocurriendo (J.P. Morgan, 2023).

Como observamos, existe ya un actual debate acerca de la consolidación del dólar como moneda vehicular y sus perspectivas futuras. A pesar del considerable análisis existente, hay una falta de estudio exhaustivo sobre la situación actual. Es necesaria, una mayor investigación sobre cómo otras economías emergentes y desarrolladas pueden constituir competidores a Estados Unidos.

### **1.3. Objetivos y preguntas de investigación**

Como hemos indicado anteriormente, el fin de esta investigación es profundizar en el análisis de la hegemonía del dólar estadounidense dentro del contexto financiero global contemporáneo. Como se ha expuesto en la introducción del trabajo, eventos y dinámicas actuales han propagado dudas acerca del sistema financiero liderado por el dólar estadounidense. La acumulación de estas presiones nos anima a preguntarnos: ¿Está la hegemonía del dólar estadounidense en peligro?

Esto nos lleva a establecer los objetivos específicos del trabajo:

- i) Identificar el contexto histórico y actual que ha desarrollado la supremacía del dólar estadounidense.
- ii) Analizar los factores que determinan la oferta de divisa de Estados Unidos y 4 principales áreas económicas.
- iii) Analizar los factores que determinan la demanda de divisa de Estados Unidos y las 4 zonas económicas.
- iv) Analizar las principales dinámicas en el sistema monetaria internacional.
- v) Evaluar si el dólar estadounidense continúa siendo la principal divisa vehicular del sistema.

Las preguntas de investigación de este trabajo serán las siguientes: ¿En qué medida las actuales tensiones geopolíticas y transformaciones en los mercados financieros están afectando la estabilidad y la hegemonía del dólar estadounidense?; ¿Qué factores en el uso de la moneda, han promovido el uso de otras divisas?

### **1.4. Metodología**

Para responder a las preguntas de investigación, llevaremos a cabo un análisis de los factores que determinan la oferta y la demanda de divisa, explicados previamente en el marco teórico. Recogeremos los datos de estos factores en bases de datos como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Banco de Pagos Internacionales y otros organismos internacionales. Los datos serán de tipo cuantitativos y en algún caso se utilizará revisión de literatura para apoyar las afirmaciones.

## 2. Marco Teórico

### 2.1. Antecedentes históricos y Trilema de Mundell-Fleming

Los antecedentes históricos nos ayudan a comprender cómo se ha instaurado esta hegemonía del dólar. Además, integraremos la explicación del Trilema de Mundell-Fleming, formulado entre 1950 y 1960 ya que nos permitirá conocer la interacción de la política monetaria, el flujo de capitales y el tipo de cambio con el fin de determinar en una segunda parte, los factores del valor de la moneda en la actualidad.

El Trilema de Mundell-Fleming es un marco teórico que explica el Trilema que deben afrontar los responsables de la formulación de políticas económicas. Según el modelo, estos deben elegir dos de entre los tres objetivos: un tipo de cambio fijo, libre circulación de flujos de capital y política monetaria independiente. Esto se debe a que los tres a la vez son excluyentes, solo dos de ellos son mutuamente consistentes (Obstfeld, Shambaugh, & Taylor, 2004). Este teorema se puede representar según la figura 1.

**Figura 1. Trilema de Mundell-Fleming**



Fuente: elaboración propia (Obstfeld, Shambaugh, & Taylor, 2004)

Es por ello que:

- 1) Cuando un estado fija su tipo de cambio a otro y opta por una libre circulación de capitales, la paridad de tipos de interés fija el tipo de interés al país base. No podría ejercer su política monetaria independiente ya que las fluctuaciones en el tipo de interés crearían una ruptura en el tipo de cambio fijo (Obstfeld, Shambaugh, & Taylor, 2004)

- 2) Cuando un estado elige tener una política monetaria independiente y una libre circulación de bienes, no podrá fijar su tipo de cambio porque la libre circulación de capitales y el tipo de cambio fijo son mutuamente exclusivos.
- 3) Al contrario, cuando un estado opta por fijar su tipo de cambio y mantener una política monetaria interna, no podrá tener una libre circulación de capitales.

A lo largo de la historia, esta elección entre los tres objetivos ha ido cambiando y es por ello que trataremos de integrar el Trilema en las distintas épocas históricas del aumento de hegemonía del dólar a lo largo de la historia.

### **2.1.1. Conferencia de Bretton Woods y el origen del trilema**

La Gran Depresión de 1930 evidencia por primera vez la elección entre el Trilema de Mundell-Fleming. En este momento se encontraba un sistema de tipo de cambio fijo con la vinculación de sus monedas al oro. Sin embargo, el periodo de entreguerras con la hiperinflación alemana sufrida entre 1922 - 1923 como consecuencia de una emisión masiva de billetes para pagar los gastos de la guerra y el crac bursátil de 1929 dieron paso a la Gran Depresión de los años 30.

Durante estos años las economías empezaron a caer. El Producto Interior Bruto (PIB) estadounidense cayó un 60% y más de 4.000 bancos cerraron (Garmendia Wilson, 2012). La causa de esta crisis se debió al aumento desmesurado de la masa monetaria. Además, el presidente Roosevelt instaura el New Deal que se trató de una intervención gubernamental masiva, con el control de los precios y de regulaciones en materia social como el desempleo y la seguridad social con el fin de poner remedio a la crisis de la Gran Depresión. Sin embargo, esto acabaría prolongando la crisis otros 14 años más. Por su parte, la inestabilidad económica en Europa creó a su vez el surgimiento del fascismo y el nazismo (Rodríguez García, 2014). Esto provocó una gran deflación lo que resultó en una gran disminución de la actividad económica. Además, como consecuencia de la Depresión, surge el proteccionismo económico lo que provoca la limitación de los flujos de capitales (Avedillo Carretero, 2009). Los estados, por tanto, debían elegir entre continuar con el patrón oro que les permitía su tipo de cambio fijado o abandonarlo y poder ejercer su política monetaria para dar una estabilidad de precios internos y recuperar su economía (Irwin, 2017).

Tras esta situación económica, se originó un debate acerca del sistema monetario internacional lo que culminó en la Conferencia de Bretton Woods, el 22 de julio de 1944, reuniendo a Estados Unidos y 44 delegaciones de países (Hodara, 2014). Esta Conferencia fue el resultado de numerosas consultas, reuniones entre los gobiernos de Estados Unidos y Reino Unido y otros países con el objetivo de crear el nuevo sistema monetario internacional y poner fin a las inestabilidades sufridas en los años anteriores<sup>1</sup>. Se pretendía instaurar las bases económicas y financieras en el mundo para poner fin al proteccionismo.

En las conferencias de Bretton Woods se expusieron dos alternativas para el sistema, por un lado: las ideas de Keynes y por el otro, el plan de White (estadounidense) que fue finalmente el aprobado, creando el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. Estados Unidos fue el promotor de estos acuerdos, en los que definía un tipo de cambio fijo con el dólar y se fijó el precio del oro a 35 dólares la onza (Garmendia Wilson, 2012). Estados Unidos concentraba grandes reservas de oro, lo que le permitió anclar su divisa a este. Estas medidas tenían el objetivo de generar confianza en el tipo de cambio a nivel internacional. De esta manera, se estableció el dólar como moneda de reservas. Ello, supuso que el dólar se estableciera como divisa de referencia internacional ya que “medía” las transacciones internacionales, lo que le garantizaba tener el control de la economía internacional (Piedrahita Zuluaga, 2019). Ello, desembocó en que muchos países se hicieran con grandes reservas de dólares. La alternativa a poner la divisa del dólar como referencia, era la idea de Keynes, que pretendía crear el Bancor, una moneda internacional para las transacciones de los países con el FMI y que tendría valor fijado a otras divisas. Esta moneda estaría vinculada a las monedas más fuertes. El inglés pretendía crear una convertibilidad en base a las monedas más fuertes como reserva de divisas; mientras que el americano quería que fuese el dólar, idea que fue la ganadora (Casilda Béjar, 2022).

Ya que uno de los objetivos era estabilizar los tipos de cambio, a pesar del fracaso del patrón oro en la Gran Depresión, no se evaluó la opción de los tipos de cambio flexibles, ya que se les asociaba con gran inestabilidad económica. Según Nagnar Nurske,

---

<sup>1</sup> Antes de estas resoluciones, había habido varios intentos para reactivar el comercio y mejorar la estabilidad cambiaria como los acuerdos entre Francia, Estados Unidos y Reino Unido en 1936 para intentar estabilizar los tipos de cambio (Hodara, 2014).

influyente en estas ideas: “si hay algo que la experiencia de entreguerras ha demostrado claramente es que no se puede dejar que los cambios de papel moneda fluctúen libremente de un día para otro bajo la influencia de la oferta y la demanda del mercado” (Irwin, 2017). Es por ello que en estos mismos acuerdos se definió un tipo de cambio fijo del oro con el dólar (Garmendia Wilson, 2012).

El sistema de Bretton Woods, por tanto, estableció la elección por un tipo de cambio fijo anclado al dólar y a su vez éste al oro lo que no permitía una política monetaria independiente por los estados.

### **2.1.2. La función del FMI y el Banco Mundial**

Durante la Conferencia de Bretton Woods, el Fondo Monetario Internacional fue creado y basado en la Declaración conjunta de 30 países, presidida por White. En las comisiones para su creación se debatieron varios temas para su funcionamiento. Su principal función era y sigue siendo promover cooperación internacional en el desarrollo monetario, para garantizar la estabilidad financiera. Además, se encarga de conceder préstamos a países que enfrentan problemas en la balanza de pagos (Piedrahita Zuluaga, 2019). Su principal objetivo es facilitar el libre comercio internacional tratando de evitar los problemas que se habían evidenciado durante la Gran Depresión. Estas instituciones fueron diseñadas para ayudar a los países a manejar tensiones surgidas por el Trilema, proporcionando apoyo financiero y estabilidad. Estas mismas funciones siguen vigentes hoy en día en la institución. Además, esta organización adoptó un sistema de votos repartido según las contribuciones al Fondo, descartando, un Estado un voto. Esto permitía a Estados Unidos concentrar el 25% de los votos y el poder de veto en algunas votaciones (Hodara, 2014) lo que sigue permitiendo a Estados Unidos ejercer un gran poder.

Por otra parte, se estableció el Banco Mundial cuya función era la de garantizar préstamos de reconstrucción después de los desastres de la Segunda Guerra Mundial en los países europeos. Así este banco se fundó a beneficio de los asociados para el desarrollo y la reconstrucción. El Banco inició sus operaciones en 1947 otorgando dos o tres préstamos a Francia y Dinamarca (Hodara, 2014). Más adelante, el banco empezó a tener más credibilidad y financió proyectos en América Latina y otras partes. Esto continúa hoy en día.

Adicionalmente, estos dos organismos tenían como segunda función era la de ser vigilantes del sistema financiero. Debían supervisar el equilibrio de la balanza de pagos y de las políticas económicas como devaluaciones masivas de la moneda, para que no sucediera lo que en el pasado.

Por tanto, estas dos instituciones internacionales son contribuidoras a la salvaguarda de la hegemonía del dólar; ya que ambas, desde sus inicios, funcionaban a través del dólar. Por ende, la circulación de esta divisa debido a su confianza, y el uso en las transacciones internacionales fue aumentando de forma exponencial, siendo Europa una de las principales usuarias (Piedrahita Zuluaga, 2019). Es importante tener en cuenta que estos acuerdos monetarios y la creación del FMI y del Banco Mundial recaían bajo las exigencias de los norteamericanos. Todo aquel país que deseara obtener financiación para su reconstrucción o ayudas, debían aceptar exigencias de Estados Unidos desde de tipo monetarias y financieras, hasta elementos de política (Reyes Konings, 2010).

### **2.1.3. La crisis del Sistema Bretton Woods, la transición hacia tipos de cambios flotantes**

Posteriormente, el sistema que se había instaurado en 1944 empezó a encontrar debilidades, debido a que se creía que el oro de las reservas iba a ser insuficiente para el crecimiento económico que se estaba dando. Ya en 1960, un economista llamado Robert Triffin, publicó un artículo que comentaba el problema de confianza donde se consideraba que “los dólares ya no eran tan buenos como tener oro” (Reyes Konings, 2010). Este problema podría haber provocado que los países redujesen la demanda de dólares y retiraran el oro en reservas.

Otros factores comenzaron también a propiciar el fin de este sistema, como la Guerra de Vietnam, lo que provocó un gran déficit, y la crisis petrolera de 1973, donde hubo un aumento exacerbado del precio del petróleo.

La abundancia de dólares en el sistema y la inflación provocó desconfianza en la moneda norteamericana. Por ello, algunos países empezaron a convertir sus dólares en oro, como fue el caso de Francia.

Asimismo, las dificultades que mantenían los países miembros para encontrar un equilibrio con la balanza de pagos y las crisis monetarias prepararon el debate sobre los tipos de cambio flexibles (Bordo, 2003). Las ideas de Milton Friedman sobre la ventaja de mantener tipo de cambios flexibles a cambio de una política monetaria independiente sobre la rigidez de los tipos de cambios fijos cobraron interés (Bordo, 2003).

Finalmente, Richard Nixon rompió con el patrón oro-dólar, dejándolo fluctuar según la demanda y la oferta, lo que provocó la devaluación del dólar frente al oro. Esto resultó en el final de los tipos de cambio fijos, resultando en un cambio en el paradigma del Trilema. Los estados abandonaron el tipo de cambio fijo, recuperando su política monetaria independiente y la libre circulación de bienes (Aizenman, Menzie, & Ito, 2008). En su momento, estos acontecimientos debilitaron el sistema financiero y generaron desconfianza. Sin embargo, Estados Unidos ha ido añadiendo mecanismos para seguir situando el dólar americano a la cabeza como divisa internacional. Además, las instituciones creadas en 1944 siguen operando en la actualidad, lo que permite gran parte de la utilización del dólar internacionalmente.

En estos mismos años, en 1947, 23 países se reunieron para acordar las normas de esta libre circulación de bienes, lo que acabó resultado en el Acuerdo General sobre Aranceles Aduanero y Comercio (GATT) (Palley, 2022). Estos acuerdos liderados por el poder americano también contribuyeron a la transición de un sistema liderado por el dólar.

#### **2.1.4. Los petrodólares y su impacto**

Una de las herramientas que utilizó Estados Unidos para mantenerse su hegemonía en el sistema monetario fue el Sistema del Petrodólar, creado en los años 70. Fue después de la guerra de Yon Kippur en 1973, que el presidente de Estados Unidos, Nixon, y el político americano Kissinger, deciden negociar con Arabia Saudita un acuerdo en el que el precio de petróleo estaría fijado exclusivamente en dólares, creando una convertibilidad dólar-petróleo. Este acuerdo permitía a Arabia Saudí la protección y armamento de los americanos y todos los excedentes por la venta de petróleo se invertirían en deuda soberana de Estados Unidos. Esto permitía la financiación del gasto americano. Un año

más tarde, los integrantes de la OPEP acordaron también vender el petróleo en dólares. Esto creó una fuerte demanda de dólares, lo que fortaleció la moneda y, por lo tanto, fue otro componente para generar confianza en el dólar como reserva de valor a nivel mundial (Spiro, 1999).

Además, de la generación de confianza en el dólar que supuso esta medida, esto tiene un impacto en los componentes del Trilema de Mundell-Felming. Golub y Krugman ya explican en 1973 la correlación entre el tipo de cambio y el petróleo y dado que el petróleo se intercambia en dólares, una alta demanda en dólares aumenta el precio del petróleo y viceversa (Blomberg & Harris, 1995). Además, los países exportadores al ser dependientes del comercio del petróleo y que éste es pagado en dólares, pierden parte de la efectividad de la política monetaria ya que parte de su economía acaba dolarizada. Este mecanismo influencia los factores del Trilema, fragilizando una política monetaria independiente, pero promoviendo una libre circulación de capitales y un tipo de cambio flexible pero presionado por el petróleo.

### **2.1.5. Hegemonía financiera de EE. UU. y la consolidación del dólar como moneda de reserva mundial**

El Acuerdo General Sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT) junto al FMI y el Banco Mundial, ha consolidado la dirección americana desde su fundación. Esto ha permitido que el dólar domine el comercio internacional en el mundo, logrando su consolidación en las transacciones. Sin embargo, el comercio no ha sido el único causante de esta supremacía frente a otras divisas, si no que Estados Unidos se ha posicionado como un banco del mundo, proveyendo préstamos y liquidez a los países. Estas líneas de swap han reforzado el rol mundial del dólar (Alexeenko, Kollen, & Davidson, 2012). Un ejemplo, donde podemos ver este cometido de EE. UU. es las líneas de swap que abrió en 2010 durante la crisis financiera. Estas líneas fueron usadas por muchos países para facilitar su recuperación. Estas acciones se han integrado en el cometido de la Reserva Federal de ser proveedora de liquidez al sistema financiero en tiempos de crisis y proteger la estabilidad financiera. Por supuesto, esto ha reforzado el uso del dólar en los movimientos de financiación mundiales (Alexeenko, Kollen, & Davidson, 2012). Al priorizar EE. UU. esta vez una política monetaria independiente y una libre circulación de capitales, éste ha podido responder al sistema, por ejemplo, con la emisión de masa

monetaria con el fin de financiar al resto de países. Esta elección en el Trilema le ha permitido desempeñar este papel y consolidar al dólar como reserva mundial. La disposición de EE. UU. de promocionar una suficiente liquidez y una libre circulación de capitales ha proporcionado al dólar la credibilidad necesaria para establecerse como referente frente al resto de divisas.

#### **2.1.6. Análisis del Trilema en la economía global actual**

Como hemos podido comprobar la elección dentro del Trilema ha ido cambiando a lo largo de la historia. La perspectiva tradicional se ha centrado en la elección de un tipo de cambio fijo ya que estaba asociado a una mayor estabilidad y el tipo de cambio flexible solo se preveía para situaciones temporales y crisis financieras (Bordo, 2003). El fracaso del sistema de Bretton Woods logró establecer la preferencia por mantener una política monetaria independiente y una libre circulación de capitales, lo que perdura mayoritariamente hoy en día en el sistema.

De acuerdo con Michael Bordo (2003), la visión actual ha convergido hacia una alta movilidad de capitales y la elección de un sistema flexible cambiario, pero explica que hay particularidades entre los distintos regímenes. Según el autor, existen 3 tipos de regímenes en el tipo de cambio: los arreglos fijos, los arreglos intermedios y los flexibles. Entre los arreglos fijos podemos observar los que son verdaderamente fijos como es el caso de la zona franco CFA; procesos de dolarización como El Salvador o el caso de las uniones monetarias en las que los miembros adoptan la misma moneda como la zona euro. Los regímenes intermedios existen los países que reajustan su paridad en función de una banda objetivo o una cesta ponderada de divisas o cuando la divisa se ajusta periódicamente mediante a devaluaciones. Finalmente, los tipos de cambio flotantes los divide entre flotantes libres que no se intervienen y dejan que el tipo de cambio fluctúe con la oferta y la demanda y los flotantes gestionados donde se interviene en determinadas ocasiones (Bordo, 2003).

Actualmente, los regímenes de tipo de cambio son divisas flotantes, y en casos muy particulares, uniones monetarias o economías dolarizadas. Puesto que en el caso actual la preferencia del Trilema es hacia una política monetaria independiente y una libre circulación de bienes, el valor de las divisas no está fijado y atiende en realidad a la ley

de oferta y demanda. Esto nos lleva a estudiar el valor de las divisas y los factores por los que varía.

## **2.2. El valor de la moneda**

Según los economistas hay tres funciones del dinero: medio de intercambio, una unidad de cuenta y depósito de valor (Krugman P. , 1984). Cuando nos referimos a depósito de valor nos referimos a un activo que mantiene su valor a lo largo del tiempo (Dornbusch, Fischer, & Startz, 2015). Es por lo tanto importante notar que estas características de la moneda deben cumplirse estrictamente para que sea la moneda de referencia. El valor de la moneda no debe de estar sujeto a grandes variaciones ya que no sería un activo de resguardo para las personas.

Cuando nos referimos al valor o fortaleza de la moneda, nos referimos al poder adquisitivo relativo de una moneda cuando se intercambia frente a otras monedas. Por lo tanto, el valor de la moneda se calcula como el poder adquisitivo al comprar bienes y servicios. La medición que se usa para determinarlo es el tipo de cambio, que nos muestra el valor de una moneda frente a la otra (Krugman, Obstfeld, & Melitz, 2006).

Como ya veníamos explicando antes, el dinero ya no está respaldado por oro o plata, lo que le permitía mantener su valor. Actualmente, el papel de la moneda no está anclado a nada. Este tipo de dinero se denomina dinero fiduciario; es decir, confiamos en que el resto de las personas valoren ese pedazo de papel. El valor de la moneda viene influenciado por la interacción de varios factores como la demanda y la oferta en los mercados de divisas, los tipos de interés, el crecimiento de la economía, la balanza de pagos e incluso eventos internacionales. Es por ello que en los siguientes apartados trataremos de explicar qué factores determinan el valor de la moneda.

Podemos clasificar estos factores por si se tratan de factores provenientes de la oferta o de la demanda. Dentro de la oferta nos encontramos con factores como la política monetaria, las reservas, la intervención gubernamental, los tipos de interés. En cambio, los factores de la demanda vienen dados por el crecimiento económico, el comercio internacional, los flujos de capitales y los eventos geopolíticos y crisis.

## **2.3. Factores que determinan la oferta monetaria**

### **2.3.1. Política monetaria: creación de masa monetaria, tipos de interés**

La teoría cuantitativa del dinero permite establecer un buen punto de partida sobre la relación de muchos de los factores económicos en el dinero. Supongamos que  $M_t$  es la masa monetaria, es decir, el número de monedas que hay en la economía,  $P_t$  el nivel de precios,  $Y_t$  el PIB real y  $V_t$  la velocidad del dinero. La teoría cuantitativa establece:

$$M_t V_t = P_t Y_t$$

Esta ecuación expresa que la cantidad de dinero existente en la economía (considerando el número de veces que se usa) es equivalente al valor de todas las transacciones (Rísquez, 2006). Dicho de otra manera, el PIB nominal es igual a la cantidad efectiva de dinero. Si asumimos que el volumen de las transacciones es estable ya que la economía tiende al pleno empleo y la velocidad del dinero constante, cualquier variación de la masa monetaria se traslada a una variación en el nivel de precios. Es decir, hay una relación entre la cantidad de dinero (o masa monetaria) que el banco central puede hacer variar y el poder adquisitivo de las personas ya que el aumento de la masa monetaria provoca un aumento proporcional en los precios, llamado inflación. Cuando la masa monetaria de un país aumenta, hay un mayor riesgo de que haya inflación y, por lo tanto, el valor de la moneda disminuya. La inflación es uno de los principales factores de la pérdida de valor de la moneda, ya que produce una disminución del poder adquisitivo y el aumento de la masa monetaria es uno de sus motivos. “La teoría cuantitativa implica que, a largo plazo, las variaciones de la tasa de crecimiento del dinero provocan variaciones exactamente iguales de la tasa de inflación” (Jones, 2008). A través de política monetaria, el banco central es por lo tanto capaz de hacer variar el valor de la moneda, aumentando o disminuyendo la masa monetaria.

La política monetaria tiene otros instrumentos que afectan también al valor de la moneda. Los tipos de interés son uno de ellos. Los Bancos Centrales hacen variar los tipos como instrumento de política monetaria. Los agentes del mercado de divisas basan su demanda de las divisas en función de la rentabilidad esperada de estos activos. Esta rentabilidad dependerá de la variación de las tasas de tipo de cambio y, por otro lado, de la rentabilidad de sus depósitos. Esta última es el tipo de interés que ofrece la moneda (Krugman, Obstfeld, & Melitz, 2006). Es por ello que los tipos de interés desempeñan un papel

importante en el mercado de divisas, ya que los agentes van a priorizar las monedas que generan una mayor rentabilidad en el futuro. Por ejemplo, si los tipos de interés en EE. UU. ofrecen una mayor rentabilidad que en la zona euro, el dólar se apreciará frente al euro, ya que los inversores intentarían convertir sus euros a dólares, haciendo aumentar el valor del dólar. Esto es lo que se denomina el principio de paridad de tipos de interés.

### **2.3.2. Intervención gubernamental en el mercado de divisas y reservas**

Los bancos centrales también son actores en la variación del tipo de cambio dado que pueden llevar a cabo intervenciones oficiales en el mercado de divisas. Los bancos centrales mantienen reservas en sus activos con la finalidad de respaldar transacciones internacionales, financiar las necesidades de la balanza de pagos, intervenir en los mercados de divisas y proporcionar divisas a los agentes nacionales (Iancu, Meads, Mühleisen, & Wu, 2020). Además de los bancos centrales, otras instituciones oficiales pueden poseer reservas e intervenir en el mercado. Por ejemplo, el Tesoro de Estados Unidos y el Fondo de Estabilización de Tipos de Cambio (Krugman, Obstfeld, & Melitz, 2006).

Uno de los casos que ejemplifica como un banco central usó estas intervenciones para hacer variar el tipo de cambio y mantenerlo en equilibrio es Suiza. En 2011, se fijó un tipo de cambio mínimo del franco suizo con el euro igual a 1,20 francos. Para ello, el Banco tenía grandes reservas de dinero de euros y de francos con el fin de jugar con la oferta y demanda de estas para fijar siempre su moneda a este precio con el euro (RTVE, 2011).

## **2.4. Factores que determinan la demanda de moneda**

### **2.4.1. El crecimiento económico e inversión**

Dentro de los factores que determinan la demanda de la moneda, podemos considerar la economía de la región o país. Según Jung Sik Kim (2011), uno de los determinantes más importantes a la hora de que una divisa se convierta en moneda vehicular es el tamaño de la economía. El autor afirma que la economía debe de ser lo suficientemente significativa ya que esto determina la demanda y los usos de la divisa en los mercados internacionales

(Sik Kim, 2011). Además, un país que está creciendo económicamente, atrae más inversores extranjeros ya que podrán obtener mejores rendimientos. Por lo tanto, la demanda de la moneda de un país en crecimiento también tenderá a ser más solicitada, haciendo que su valor aumente.

#### **2.4.2. Comercio y otros flujos de capitales**

Otro de los factores que podemos nombrar que afecta al tipo de cambio son los flujos de capital, más concretamente los flujos comerciales. La demanda de importaciones de un país hace que las personas deban intercambiar su moneda por la moneda de pago de las importaciones. Una alta demanda de importaciones provocará una devaluación de su moneda y una apreciación de la moneda demandada. Y, por lo contrario, si un Estado exporta mucho, la demanda de su moneda será mucho mayor, lo que conlleva que esta se aprecie en su valor respecto al resto. Por lo tanto, los flujos comerciales tendrán un impacto en el tipo de cambio de la moneda. A lo largo de los años, este efecto se ha visto, como es el caso de Estados Unidos desde 1991, que registró un déficit comercial récord, por su dependencia a las importaciones. Este déficit ha contribuido a la depreciación del dólar, encareciendo las importaciones (FasterCapital, 2023). Esto es la Condición Marshall-Lerner la cual sostiene que la depreciación real de la moneda mejora la balanza por medio de la cuenta corriente. Esto solo se cumple cuando las exportaciones y las importaciones son lo suficientemente elásticas al tipo de cambio, y que la suma de las elasticidades de las exportaciones e importaciones sea mayor que uno (Krugman, Obstfeld, & Melitz, 2006).

#### **2.4.3. Factores políticos y geopolíticos**

La dirección política de un país, las directrices que se toman y la geopolítica también tienen un efecto en los cambios de divisas. En una encuesta realizada por el FMI, se evidenció el aumento de tensiones asociado con la reducción de asignaciones transfronterizas (Catalán, Natalucci, & Qureshi, 2023). Además, estas transacciones se reducían cuando aumentaba la distancia entre el país inversionista y el país receptor. Al reducirse estas inversiones, cuando aumentan las tensiones, la demanda de divisa disminuye y por lo tanto se devalúa, perdiendo valor. Al contrario, un aumento en la

estabilidad o acercamiento de un país lleva a una reducción del riesgo desde la percepción de los inversionistas y resulta en un mayor interés.

Un buen ejemplo de este caso es observar el valor del rublo ruso desde la invasión de Ucrania el 24 de febrero de 2022. El principio de la guerra hizo desplomar al rublo a 0,008 dólares por rublo, cuando unos días antes estaba alrededor de los 0,014 dólares por rublo (Cuesta, 2023). Este conflicto provocó la reducción de gas importado ruso por Europa y la disminución de inversión en el país, lo que hizo aumentar la devaluación del rublo. La balanza de pagos rusa continúa presentando importantes problemas de la economía debido a las sanciones de Occidente: el cambio de los préstamos a moneda extranjera (debido a la desconfianza en el tipo de cambio del rublo), la disminución de la inversión extranjera, la retirada de fondos y la salida de empresas extranjeras, refleja una salida masiva de capitales en el país (Cuesta, 2023).

#### **2.4.4. Crisis y eventos extraordinarios**

Los factores políticos o geopolíticos no son los únicos, el mercado de divisas también se encuentra expuesto a las crisis y eventos extraordinarios. Un ejemplo reciente es la crisis del COVID-19 que, como delatan varios informes, ha provocado una salida de capitales, sobre todo en las economías emergentes. Según un informe de la OCDE, la velocidad y escalada de las salidas de capital han sido 4 veces superiores a las de la crisis de 2008 (OECD, 2020). Muchas divisas han experimentado devaluaciones de sus monedas en este contexto: Las más afectadas han sido economías emergentes como Brasil, México, Indonesia, Turquía, Sudáfrica (Lázaro, 2020). Estas devaluaciones se han debido a la salida de capitales; además, algunos bancos centrales han tenido que intervenir en el mercado de divisas para limitar el proceso de devaluación.

### **3. Análisis del valor de las 5 principales divisas**

En este análisis, se llevará a cabo un estudio comparativo de los factores expuestos que determinan la oferta y demanda de moneda de las siguientes divisas: dólar estadounidense, euro, libra esterlina, yen japonés y renminbi chino. Hemos escogido las 5 divisas que componen la cesta de los Derechos Espaciales de Giro del FMI. Los Derechos Espaciales de Giro (DEG) es un activo que se creó en 1969 cuando el dólar estaba fijado al oro y era el principal activo de reserva. Con el fin de la convertibilidad del oro, el FMI fijó el valor de estos a una cesta de monedas. Se trata de un activo que se puede intercambiar por monedas y es utilizado como unidad de cuenta (Fondo Monetario Internacional, 2023). Es importante mencionar que, en este estudio, se ha considerado la zona euro como una única economía.

Para analizar la hegemonía del dólar, haremos un análisis comparado de las 5 principales divisas y así obtener una imagen de la evolución de los factores que afectan al valor de cada divisa.

#### **3.1. Análisis de la oferta monetaria**

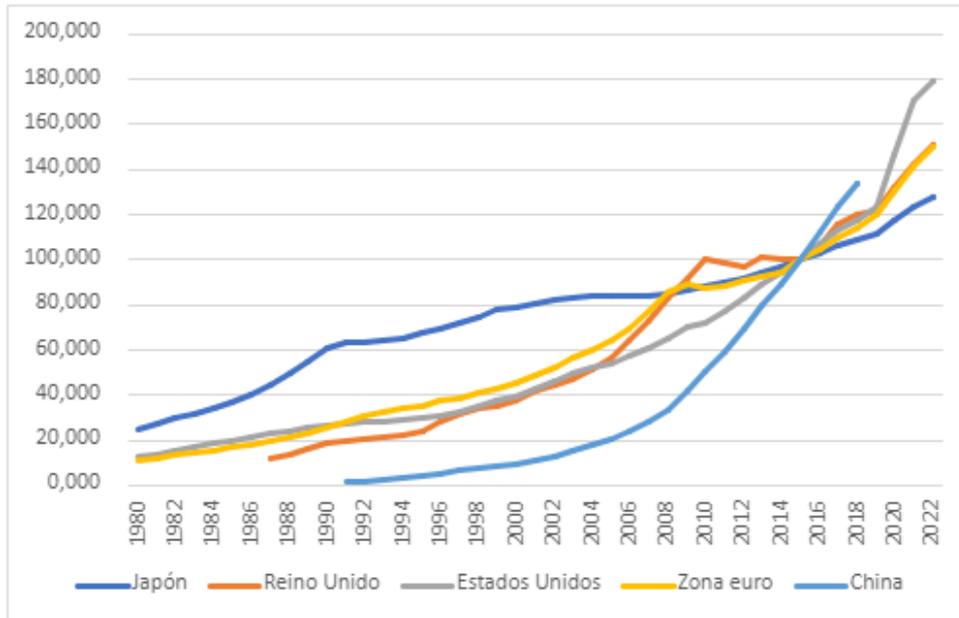
##### **3.1.1. Análisis de la creación de masa monetaria por las autoridades**

Como hemos explicado anteriormente, el valor de las divisas se ve influenciado por las políticas monetarias y, por lo tanto, por la creación de masa monetaria. En el gráfico 2, podemos observar la evolución de la masa monetaria M3 de las cinco divisas estudiadas con el año 2015 como referencia. M3 recoge el efectivo, los depósitos a plazo hasta dos años, los depósitos disponibles, las participaciones en fondos del mercado monetario y los títulos de deuda hasta los dos años.

Podemos observar como todos los países o zonas han experimentado un aumento de la masa monetaria a lo largo de los años. Podemos observar el pronunciamiento de la expansión monetaria en la crisis financiera de 2008. EE. UU., la zona euro y Reino Unido han experimentado una evolución bastante similar a lo largo del tiempo. Japón experimenta una mayor creación de masa monetaria hasta 2008 pero converge a los niveles del resto de zonas. En cambio, podemos observar como China experimenta un crecimiento muy pronunciado desde 2006 y logra aumentar casi 7 veces más hasta 2018.

Esto es un indicador del alto crecimiento que ha ido experimentando China en estos últimos años y podría ser un indicador de su expansión financiera, sugiriendo su capacidad para desafiar la hegemonía del dólar.

**Gráfico 2. Evolución de la creación de masa monetaria M3, índice 2015=100**



*Fuente:* elaboración propia, a partir de los datos de la OECD (OECD, Broad money (M3), 2023)

Si recordamos la ecuación de la teoría cuantitativa del dinero existe una relación entre la creación de masa monetaria y el PIB. Según la ecuación un cambio en la masa monetaria afecta al PIB nominal, según la teoría del dinero, un aumento rápido de la masa monetaria puede causar un aumento en el nivel de precios (inflación). Es por ello que un crecimiento de la masa monetaria debe de estar en consonancia con el crecimiento económico para no provocar riesgo de inflación o, al contrario, una falta de liquidez, llevando a una recesión (Mankiw, 2009).

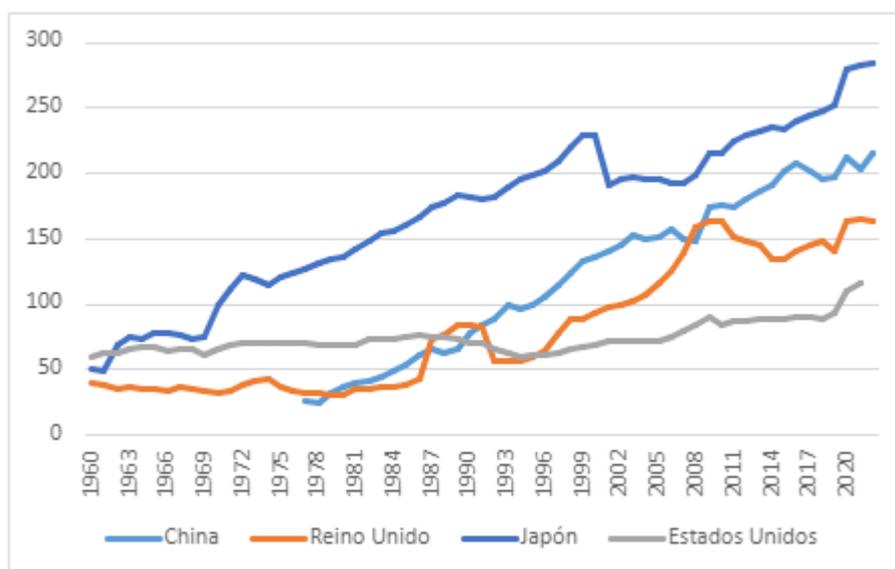
Por esto, hemos representado en el gráfico 3, la evolución de masa monetaria como porcentaje del PIB. En el caso de la zona euro, no hemos podido recabar información sobre el incremento de su masa monetaria como porcentaje del PIB.

Podemos observar, como EE. UU. ha experimentado un crecimiento de la masa monetaria con una trayectoria ascendente poco pronunciada, siendo muy constante, representando

en 2020 un 116% de su PIB. Esto es un indicador de la cuidadosa gestión que ha llevado la reserva Federal para mantener un equilibrio entre el crecimiento económico y su inflación, lo que le permite estar más equilibrado económicamente y generar mayor confianza. En cambio, el resto de los países o zonas han experimentado un crecimiento más pronunciado respecto a su PIB. En el caso de Japón, la masa monetaria representa en 2022 un 284% de su PIB, situándose a la cabeza. China ha experimentado un brusco crecimiento en los últimos años. Este crecimiento refleja la estrategia de China de utilizar la política monetaria para estimular el crecimiento económico. La masa monetaria China representa un 216% de su PIB.

La creciente masa monetaria en China ha sido analizada por varios economistas, en el último año, en las que se ha presentado una preocupación sobre el aumento pronunciado de masa monetaria para paliar la presente crisis. Se ha observado que esta expansión monetaria no está teniendo el efecto deseado ya que los datos de oferta monetaria, que están superando a los datos económicos, los datos de crédito, consumo e inflación dicen todo lo contrario (Nieves & Medinilla, 2023). Este efecto que se llama trampa de liquidez y se produce cuando los consumidores e inversores acumulan la liquidez en lugar de gastar o invertir, por lo que las políticas monetarias dejan de ser efectivas. Este hecho puede conferir un inconveniente para el atractivo de la moneda china.

**Gráfico 3. Evolución masa monetaria (% del PIB)**



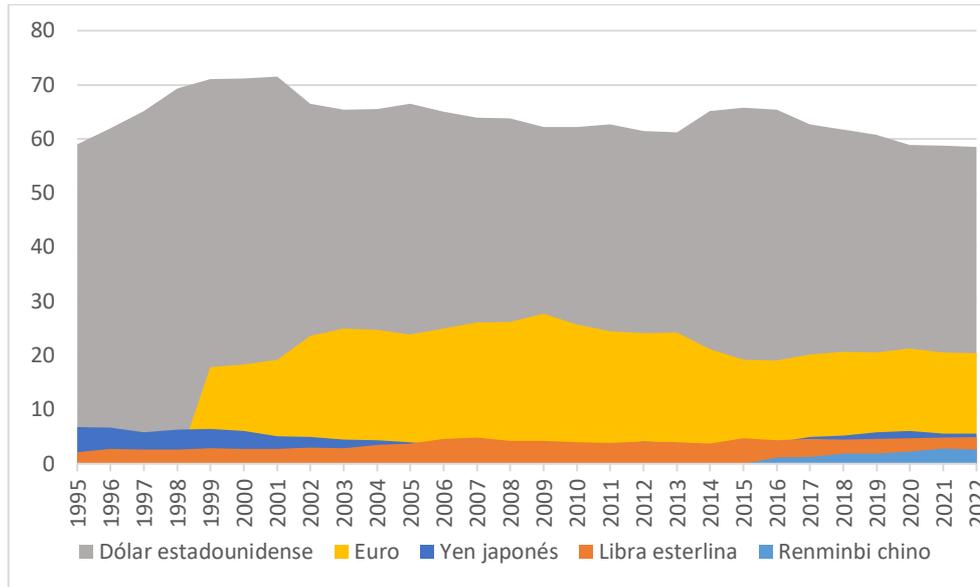
*Fuente:* elaboración propia, a partir de los datos del Banco Mundial (Banco Mundial, Masa monetaria (% del PIB), 2022)

### **3.1.2. Análisis de las reservas de divisas en los bancos centrales**

Como veníamos señalando, los bancos centrales e incluso otras instituciones financieras como el Fondo Monetario Internacional mantienen reservas en otras divisas en sus bancos centrales. Esto se debe a varias razones como mantener el tipo de cambio fijado a otra moneda, mantener liquidez en el caso de una crisis, cumplir obligaciones financieras con otros estados, proporcionar divisas a los agentes nacionales, respaldar transacciones (Iancu, Meads, Mühleisen , & Wu, 2020). Sin embargo, también esto responde a la razón de mantener invertido en activos refugio. Durante mucho tiempo, en momentos de crisis los inversores han tratado de buscar activos refugio para protegerse. El dólar ha sido uno de ellos ya que es la moneda respaldada con mayores reservas de oro del mundo y esto ha generado menor volatilidad en su valor respecto a otras divisas (Ellerbe, 2022). En 2008, los dólares estadounidenses reunían 2/3 de las reservas internacionales de los bancos centrales (Lipsky, 2008). Trece años más tarde, un informe del FMI afirmaba que el porcentaje de reservas de dólares de EE. UU. estaba en declive y que esta situación reflejaba la disminución del papel del dólar en la economía mundial. Según el informe, desde la entrada del euro en 1999, la reserva de los bancos centrales en dólares había caído del 71 al 59% (Arslanalp & Simpson-Bell, 2021).

Como podemos ver en el Gráfico 4 a continuación, la demanda de dólares americanos por parte de los bancos centrales se ha mantenido en altos niveles desde 1995. Como afirmaba el informe podemos ver como desde 2017 empieza a observarse un declive en la demanda de dólares, encontrándose los últimos datos disponibles en 58,51%. Si lo comparamos respecto al resto de divisas, efectivamente, la única divisa que puede mostrarse competitiva al dólar es el euro, que desde sus inicios se ha mantenido entre el 19 y 27% del total de la demanda de divisas de bancos centrales. El renminbi chino no tiene una proporción notable ya que representa un 2,6% en 2022. A pesar de la creciente importancia de la economía china, los bancos centrales no han optado por demandar esta divisa. Seguidas del euro, se muestran el yen japonés y la libra esterlina en valores al rededor del 5%.

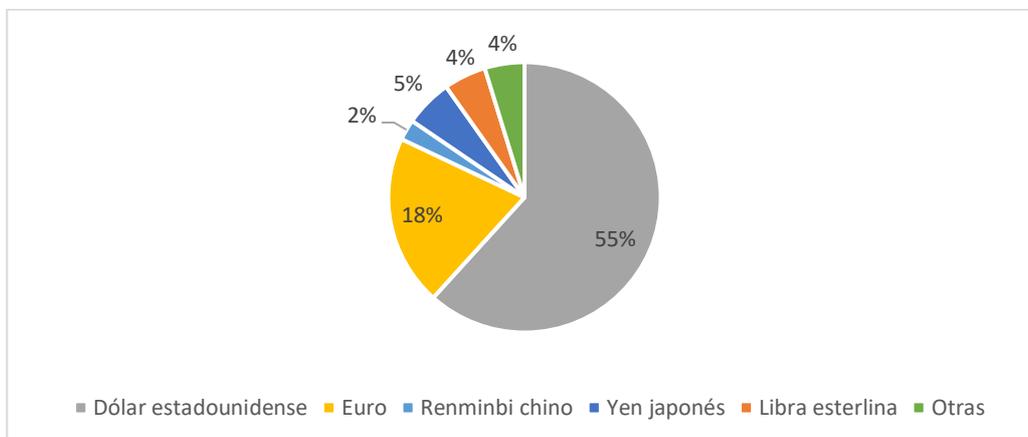
**Gráfico 4. Evolución de la demanda para la reserva de divisas de los bancos centrales (en % sobre el total)**



*Fuente:* elaboración propia a partir de los datos de COFER (FMI, 2023).

En el gráfico 5, se muestran las reservas asignadas por moneda en el tercer trimestre de 2023. El cual muestra lo que veníamos describiendo hasta el momento. La proporción de dólares EE. UU. y de euros sigue siendo la más importante en 2023, representando casi  $\frac{3}{4}$  de las reservas totales. En el caso de las reservas de divisas en bancos centrales, el dólar sigue siendo la moneda de referencia, denotado un pequeño declive en 2017, pero no se duda que el dólar siga siendo el más importante. Que el euro y el dólar sean las monedas más importantes en materia de reservas, se puede deber a que esos estados son los más estables económicamente y se les confiere una mayor credibilidad.

**Gráfico 5. Reservas mundiales asignadas por moneda 2023**



*Fuente:* elaboración propia a partir de los datos de COFER (FMI, 2023).

### **3.1.3. Análisis de los tipos de interés**

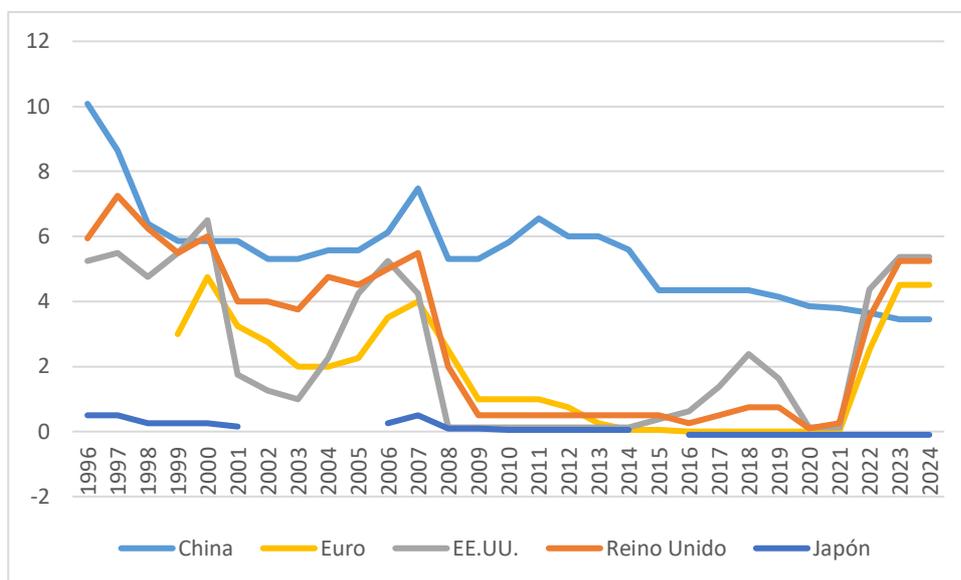
Otro de los factores que determinan la oferta de divisa son los tipos de interés. Como ya hemos explicado en el marco teórico, el tipo de interés es una herramienta de la política monetaria que influye en la inversión y consumo de un país y es indicador de la economía de la región. En el gráfico 6, podemos observar la evolución de los tipos de interés de las 5 regiones de estudio. Podemos observar cómo 4 de ellas, Japón, la zona euro, EE. UU. y Reino Unido, parecen estar bien interconectadas ya que tienen un patrón muy similar. Desde la crisis de 2008 han utilizado una política monetaria hacia la baja de los tipos de interés para estimular la economía. En cambio, China baja sus tipos de interés en esta crisis, pero su movimiento no es tan exagerado como en el resto de las zonas monetarias. También es notable como en 2021 se suben los tipos de interés en EE. UU., la zona euro y Reino Unido con el fin de combatir la inflación y estabilizar la economía, dejando Japón y China los tipos estables.

La fluctuación de los tipos de interés de China es ligeramente menor a la del resto, en este caso podemos ver como las otras 3 han priorizado implementar las políticas monetarias atendiendo a sus necesidades económicas. Esta preferencia denota la voluntad de estas zonas monetarias de generar confianza y estabilidad en la economía, cruciales para mantener la atractividad de la economía y, por ende, de la moneda. Esto apoya que se refuerce la atractividad del dólar.

Es cierto que otra de las funciones de los tipos de interés es atraer inversión. La tasa de interés de China es superior al resto en el período de tiempo, lo que le hace más competitiva para atraer inversión y que se reclame su moneda. Es cierto que los tipos de interés implementados por China desde 2021 se encuentran por debajo de EE. UU., Reino Unido y el euro, lo que puede suponer un cambio de estrategia de China. Kelvin Lau, economista chino en Standard Charter asegura que “los tipos de interés en EE. UU. han subido más en términos relativos, el yuan es más barato. Vemos recientemente que hay más interés en que la financiación del comercio se realice en yuanes” (Nieves, 2023). Las empresas encuentran más barato financiar su comercio en yuanes que en dólares por lo que el papel del renminbi ha cambiado.

El caso de Japón es diferente, desde el estallido de la burbuja financiera de Japón en los años 90, el país experimentó una deflación por lo que le Banco Central de Japón optó por reducir los tipos de interés a niveles extremadamente bajos con el fin de estimular la economía. Sin embargo, incluso con tipos de interés tan bajos, no se ha logrado paliar con la deflación (Krugman P. , 1998). El caso de Japón ha sido objeto de estudios como ejemplo de la trampa de liquidez que ha sufrido hasta hoy en día. Es por ello, que el gráfico podemos observar como la tasa de interés de Japón ha estado estancada a niveles mínimos en estos años.

**Gráfico 6. Tipos de interés oficiales de los Bancos Centrales**



*Fuente:* elaboración propia a partir de los datos de BIS (BIS, Central bank policy rates, 2024)

### 3.1.4. Recapitulaciones de los resultados del análisis de oferta monetaria

Los factores estudiados de la oferta monetaria refuerzan las cualidades de la moneda del dólar americano en el sistema. Esta moneda está respaldada por autoridades monetarias con experiencia y muy estables. Asimismo, éstas utilizan las herramientas de política monetaria con el fin de estabilizar la economía y generar confianza. Esto refleja una política monetaria tradicional y prudente, muy similar a la que lleva aplicando el Banco Central Europeo desde su creación y el Banco de Inglaterra. Mientras tanto, la política de China ha sido la de aumentar su masa monetaria con el fin de promover su crecimiento. Sin embargo, este efecto puede generar cierta desconfianza sobre el renminbi como reserva de valor. Es por ello, que en esta primera parte del análisis podemos decir que la

única competencia al dólar americano actual es la del euro, ya que es la única divisa que consigue obtener niveles significativos en la reserva de los bancos centrales.

A continuación, se muestra una tabla recapitulativa de los factores analizados en esta parte de la investigación.

**Tabla 1. Resumen de los resultados obtenidos en el análisis de oferta monetaria**

	<b>Estados Unidos</b>	<b>China</b>	<b>Zona euro</b>	<b>Japón</b>	<b>Reino Unido</b>
<b>Masa monetaria</b>	Crecimiento moderado y proporcionado con su PIB.	Alto crecimiento en los últimos años.	Crecimiento moderado.	Alto crecimiento.	Crecimiento superior al de la zona euro.
<b>Reservas de divisas</b>	Declive del dólar en las reservas. Pero sigue siendo el más importante.	Proporción insignificante.	Aumento significativo del euro como reserva.	Proporción insignificante.	Proporción insignificante.
<b>Tipos de interés</b>	Uso de los tipos de interés como herramienta para estabilizar la economía.	Uso de los tipos de interés para atraer inversión.	Uso de los tipos de interés como herramienta para estabilizar la economía.	Tasa de interés bajas a lo largo del tiempo, trampa de la liquidez.	Uso de los tipos de interés como herramienta para estabilizar la economía.

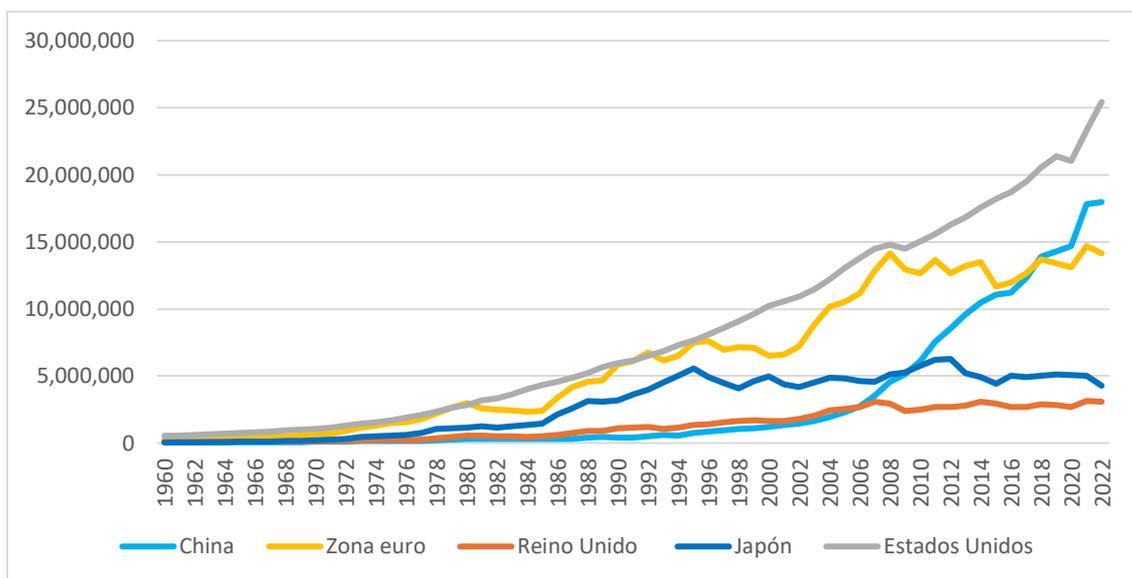
### **3.2. Análisis de la demanda monetaria**

#### **3.2.1. Análisis del crecimiento económico**

Uno de los factores de la demanda de divisa es el papel que las zonas desempeñan en la economía mundial como hemos explicado previamente. Es por ello que en el gráfico 7, hemos representado la evolución del PIB de las 5 zonas monetarias. Podemos observar como el PIB de EE. UU. mantiene un crecimiento sostenido a lo largo del tiempo, consolidándose como la potencia con más PIB, lo que refleja la importancia de su economía. El crecimiento de la zona euro ha ido progresando a un buen ritmo, estando al mismo nivel que EE. UU. hasta 2008. Sin embargo, su crecimiento ha tenido muchas más

variaciones, pudiéndose observar su mayor sensibilidad ante las crisis y su retraso en las recuperaciones, lo que le puede hacer perder confianza. El crecimiento de Reino Unido y Japón es mucho menor y menos pronunciado. Incluso, podemos observar como el crecimiento de Japón podría indicar indicios de un crecimiento negativo y la posibilidad de que empiece a experimentar una recesión. Sin embargo, podemos notar el rápido crecimiento que ha experimentado China desde 2006 reflejando su rápida industrialización. Un mayor papel en la economía del mundo puede implicar un mayor uso de su divisa internacionalmente. Si bien es cierto que la economía china es actualmente la segunda del mundo, su rápido crecimiento puede generar ciertas dudas en torno a su confianza para los inversores.

**Gráfico 7. PIB (EE. UU. \$ a precios actuales) (en millones)**



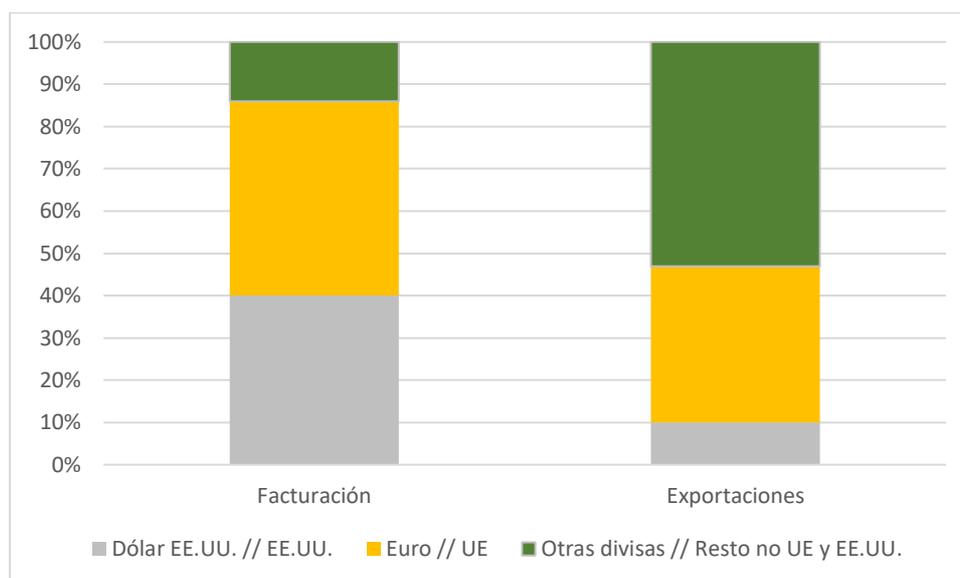
*Fuente:* elaboración propia a partir de los datos del Banco Mundial (Banco Mundial, 2024)

### 3.2.2. Análisis de los flujos del comercio

El segundo factor que evaluaremos son los flujos de comercio, este factor es muy relevante en cuanto a determinar el efecto que tiene en la demanda de una divisa ya que en 2022 el volumen de comercio ha aumentado 45 veces el nivel de los acuerdos del GATT en 1950 (World Trade Organization, 2022).

El gráfico 8 a continuación muestra la proporción de exportaciones facturadas por divisa (en la izquierda) y la participación de las exportaciones de cada una de estas zonas en el total de exportaciones mundiales (en la derecha). El gráfico muestra la media entre los años 1999-2019. Podemos observar como la proporción de facturación que se emite en dólares es impresionante si se compara con el volumen de exportaciones destinadas a Estados Unidos, el 53% contra 10% del total de exportaciones. Esta evidencia nos sigue mostrando el importante papel que juega el dólar en el comercio global. El gráfico también revela que el euro acapara el 46% de las facturaciones, siendo mayor que el de Estados Unidos. Sin embargo, si lo comparamos con las exportaciones globales de la zona euro es 37% la cual no es mucho menor que la del total de facturación. La proporción elevada de la cifra de facturación en euros puede deberse a que estos datos también consideran la facturación dentro de la zona euro, lo que hace inevitablemente que la cifra esté “inflada”.

**Gráfico 8. Participación del comercio global y moneda de facturación (1999-2019)**

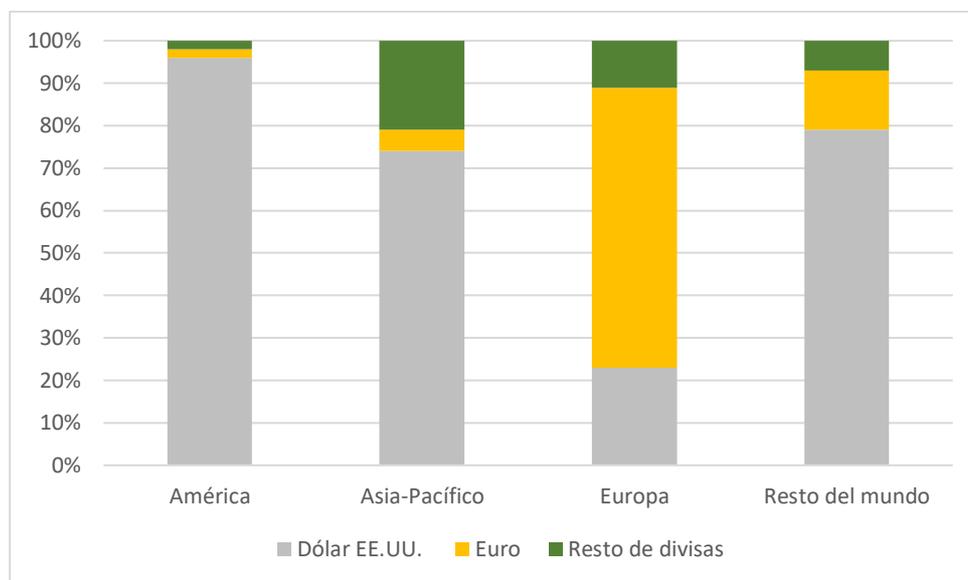


*Fuente:* elaboración propia a partir de (Boz, y otros, 2020)

Con el fin de observar más detenidamente el volumen de facturación por tipo de divisa, hemos representado en el gráfico 9, la proporción de facturación por divisa en 4 zonas geográficas. El gráfico refleja como el dólar estadounidense domina la facturación en 3 de las 4 áreas con excepción de Europa. Esto enfatiza la predominancia del dólar. Es esperable que la proporción de facturación de exportaciones en América se realiza en dólares dado la influencia en toda la región y el aumento del uso del dólar en muchos de

los países de América Central y del Sur. Sin embargo, sorprende como en otras regiones como Europa con la presencia de una moneda fuerte, siguen manteniendo gran proporción de su facturación. Podemos ver como el euro en Europa es el predominante y confirma lo que comentábamos antes de que se están contabilizando los volúmenes de facturación el comercio entre los estados de la Unión Europea. En el resto de las áreas geográficas tiene participación y nos demuestra como el euro trata de obtener relevancia como moneda. El resto de las divisas tienen una presencia relativamente pequeña, lo que sugiere que ninguna de las monedas que lo componen tengan relevancia. Podemos observar como este grupo de divisas, tiene mayor proporción en Asia - Pacífico, suponiendo que las principales divisas son el yen japonés y el renminbi.

**Gráfico 9. Facturación de exportaciones por divisa, 1999-2019**



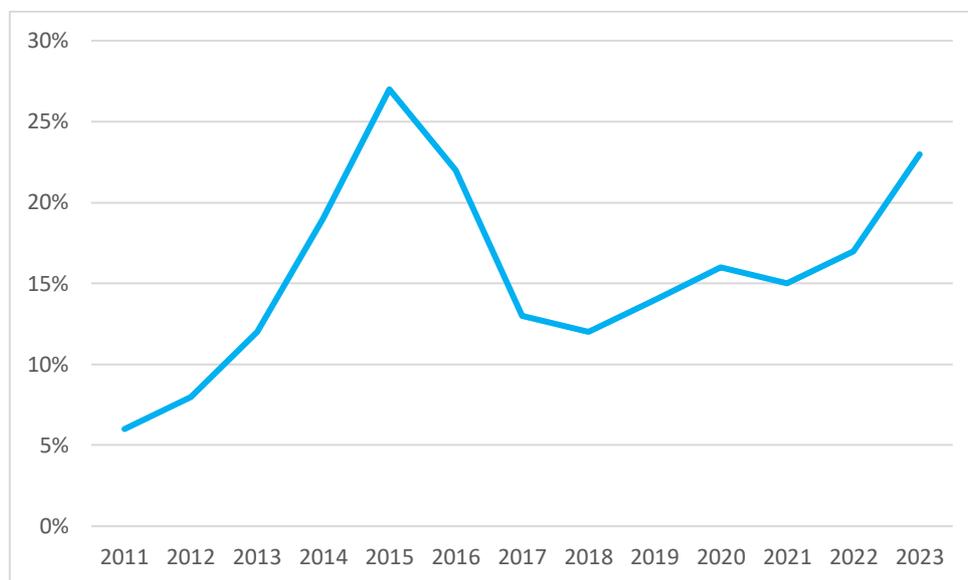
*Fuente:* elaboración propia a partir de (DiPippo & Palazzi, 2023)

Es importante estudiar más en concreto el caso de China ya que China es actualmente el primer país exportador del mundo (Central Intelligence Agency , 2022), lo que podría constituir una ventaja para imponer su moneda para la facturación del comercio. En el siguiente gráfico número 10, podemos ver la evolución de las exportaciones e importaciones de China facturados en renminbi. Como podemos observar, desde 2011 se ha producido un aumento de la facturación en la moneda china; seguido de una caída significativa en 2015, seguramente debido a la caída en las exportaciones chinas en estos años (Pascual, 2017). Después de estos años, la proporción de su facturación vuelve a

aumentar hasta 2023. El uso creciente de la moneda china refleja la voluntad de instaurarla como moneda de pago en las transacciones.

La moneda de China podría constituir una opción para todos los Estados que quieran dejar de depender de la moneda del dólar. Hay un aumento de investigación acerca de la alternativa al dólar, el renminbi. Con la guerra de Ucrania, se ha constatado un aumento en la facturación del renminbi en exportaciones e importaciones como consecuencia de sanciones interpuestas a Rusia (Usov, 2023). Este tipo de sanciones interpuestas refuerzan la búsqueda de los Estados en la búsqueda de nuevas divisas con el fin de mitigar los riesgos asociados con las perturbaciones del comercio internacional.

**Gráfico 10. Comercio de bienes de China facturados en renminbi, 2011-2023**



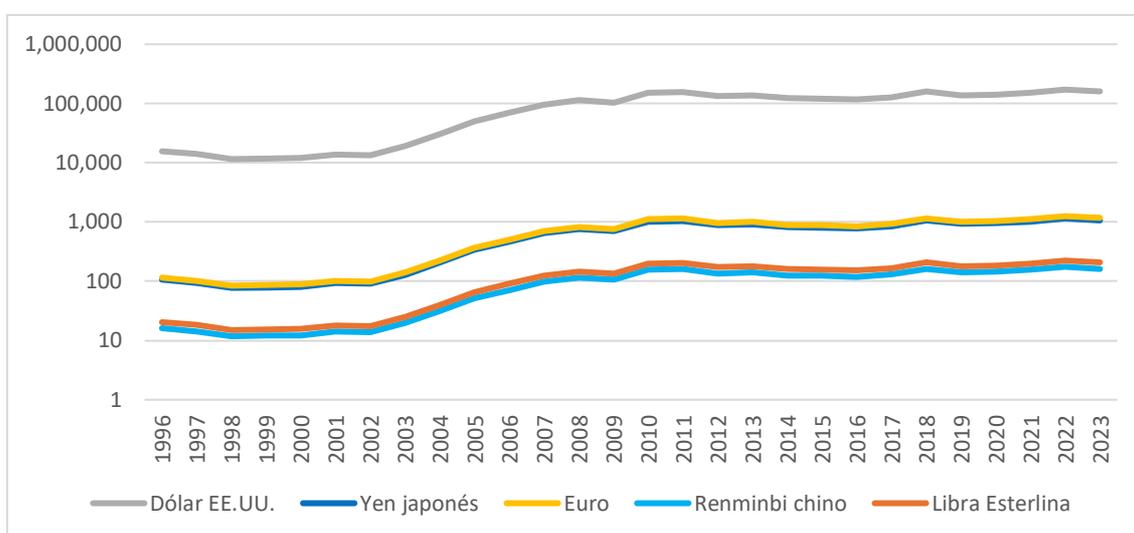
*Fuente:* elaboración propia a partir de (DiPippo & Palazzi, 2023)

### **3.2.3. Análisis del resto de flujos de capital**

Continuando con los factores que determina la demanda de divisa, uno de los más notables son los flujos de capital. Para analizar los flujos de capitales producidos en cada divisa en el mercado, hemos recogido los datos que muestra el volumen de derivados negociados por divisa representados en millones de dólares, este es el mejor proxy en cuanto a volumen en el mercado que hemos podido recoger. El gráfico 11 representa estos datos en escala logarítmica ya que cuando se trata de datos con un amplio de rango de valores, esta escala permite una mejor visualización. Como podemos observar existe un

claro dominio del dólar en el volumen de derivados. Esto nos reafirma como el dólar es la moneda preferida. El euro, el renminbi, el yen y la libra también se utilizan en los mercados, pero a un volumen significativamente menor, pudiéndose considerar insignificante. Podemos observar como el dólar sigue siendo en este caso el elegido entre los inversores para la cobertura de riesgos o inversión. Esto refuerza su posición como moneda de confianza ya que los actores lo ven como una divisa segura para reducir el riesgo de sus transacciones.

**Gráfico 11. Volumen de derivados negociados en bolsa por divisa (todos los instrumentos) en millones de dólares (escala logarítmica)**



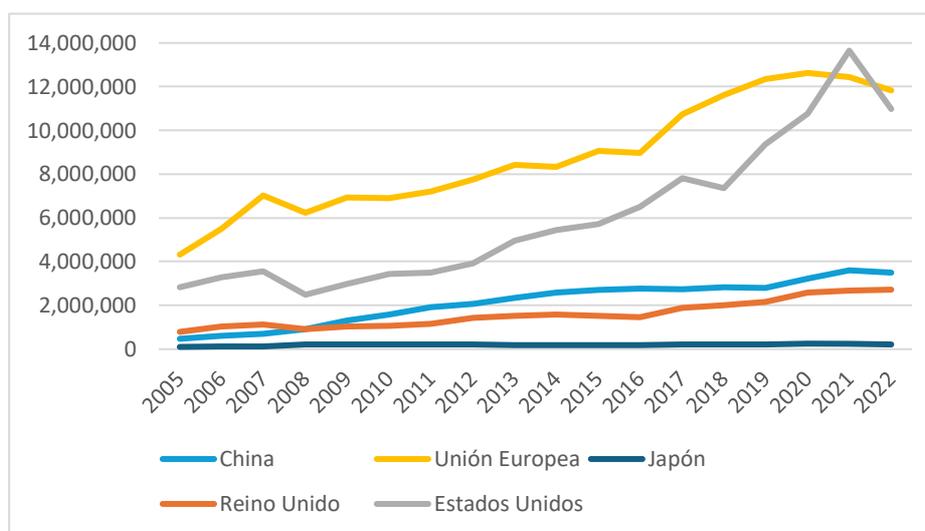
*Fuente:* elaboración propia a partir de los datos de BIS (BIS, Derivatives, exchange-traded, 2023)

Siguiendo con el análisis de los factores en los mercados de capitales, podemos examinar la evolución de la Inversión Extranjera Directa de cada una de las zonas estudiadas, en el caso de la zona euro, hemos considerado a la Unión Europea como proxy de la zona ya que no existen datos de esta zona exacta para esta variable. A continuación, hemos representado la evolución de la posición de IED entrante de cada zona en millones de euros. La Inversión Extranjera Directa es toda transferencia de capital “de una empresa o persona hacia otro país con el fin de obtener participación en una empresa existente en el extranjero o abrir una filial de una empresa en el extranjero” (Comisión Europea, s.f.).

En el gráfico 12, podemos observar cómo la Unión Europea muestra un crecimiento sostenido de esta inversión, aunque se puede apreciar un pequeño descenso a partir de

2020 seguramente por el COVID. Esto puede apoyar una demanda en euros ya que mayoritariamente los países de la UE tienen como moneda principal el euro. En este caso la UE ha sido la principal zona que recibe inversión extranjera en este periodo de tiempo seguido de EE. UU. que consigue posicionarse a la par que la Unión Europea con el mismo volumen total. Es notable como existe un crecimiento de la IED en China a partir de 2010 convirtiéndose desde 2020 la segunda región con más flujos de IED después de EE. UU. Este crecimiento sostenido de China desde 2010 puede suponer una creciente demanda de yuanes chinos ya que los inversores necesitarán moneda local para invertir en China. Además, esta creciente inversión del extranjero en China demuestra cómo los inversores empiezan a mostrar confianza en el país. Por otra parte, la primacía de la UE en esta variable a lo largo del tiempo refuerza el papel del euro desde su creación y cómo es la única moneda que pueda hacer frente al dólar en cuanto a la demanda de divisa para la IED.

**Gráfico 12. Evolución del stock IED entrante de 2005 - 2022 en millones de dólares**



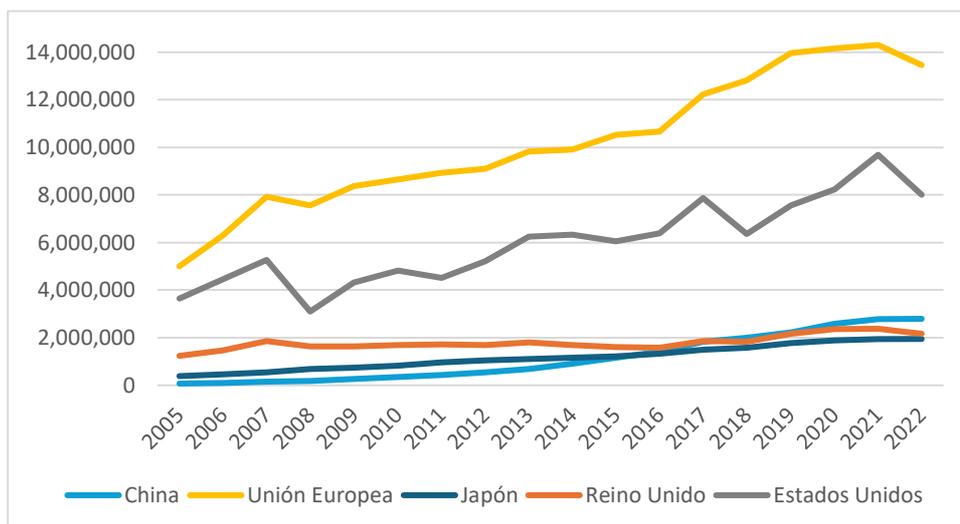
*Fuente:* elaboración propia a partir de los datos de OECD data (OECD, FDI stocks Outward / Inward, 2022)

Siguiendo con la misma variable, hemos recogido también los datos de stock de IED de cada país o zona hacia el exterior. En el gráfico a continuación, podemos seguir observando la primacía de la UE respecto al resto de países en la IED hacia el extranjero. Esto representa la expansión de las empresas europeas hacia el exterior. EE. UU. también muestra una tendencia creciente, pero con más fluctuaciones entre los años. En el caso de China se observa un crecimiento más lento los primeros años, pero a partir de 2013 es más acelerado lo que puede deberse a la reducción de barreras internas de China hacia el

exterior y a una política cada vez más activa de inversión en el extranjero. La creciente tendencia de China puede implicar una mayor presencia de China en el extranjero y por ende de su divisa. Las variaciones de Japón y reino Unido son casi insignificantes, pero muestran una tendencia creciente.

Las tendencias tanto de entrada como de salida de IED a lo largo del tiempo sugieren en este caso una competencia más directa hacia EE. UU. por la Unión Europea. Además, el aumento de China implica una mayor internacionalización del renminbi. Estos aspectos sugieren que el uso de las divisas en el mercado de capitales progresa hacia un orden más multipolar.

**Gráfico 13. Evolución del stock IED hacia el exterior de 2005 - 2022 en millones de dólares**

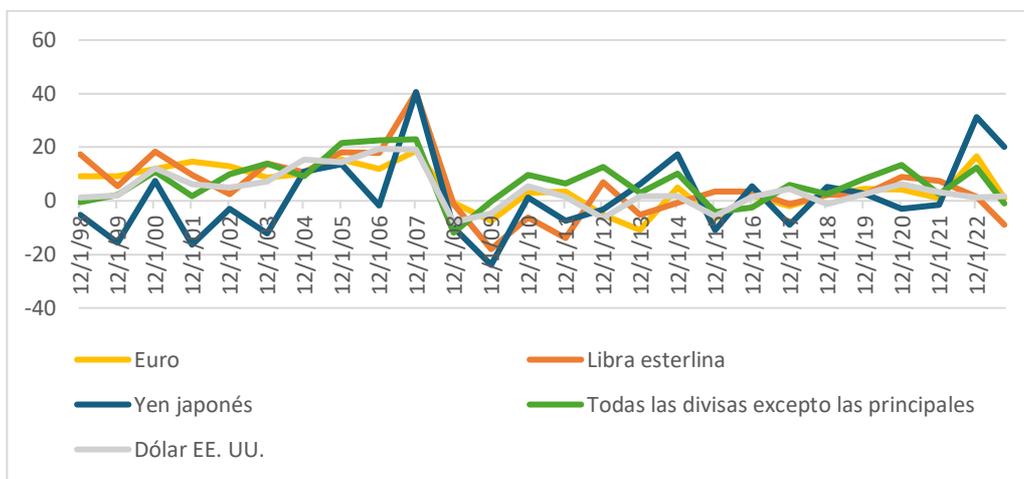


*Fuente:* elaboración propia a partir de los datos de OECD data (OECD, FDI stocks Outward / Inward, 2022)

Finalmente, hemos querido analizar los pasivos tranfronterizos reportados por los bancos en función de cada divisa utilizada. Es por ello que hemos representado en el gráfico 14, el crecimiento anual de estos pasivos por divisas. No hemos podido recoger datos sobre el renmibi chino. Como podemos observar todas las divisas experimentan una volatilidad significativa en el crecimiento anual. En cuanto al euro, la libra y el yen japonés podemos apreciar que son las monedas que experimentan mayores fluctuaciones. Además, podemos notar como la libra y el yen tienen mayores picos de crecimiento, consiguiendo superar al euro. Sin embargo, como vemos en el gráfico 15, podemos ver que a pesar de estos menores picos en el crecimiento, el euro presenta un mayor saldo vivo a lo largo del

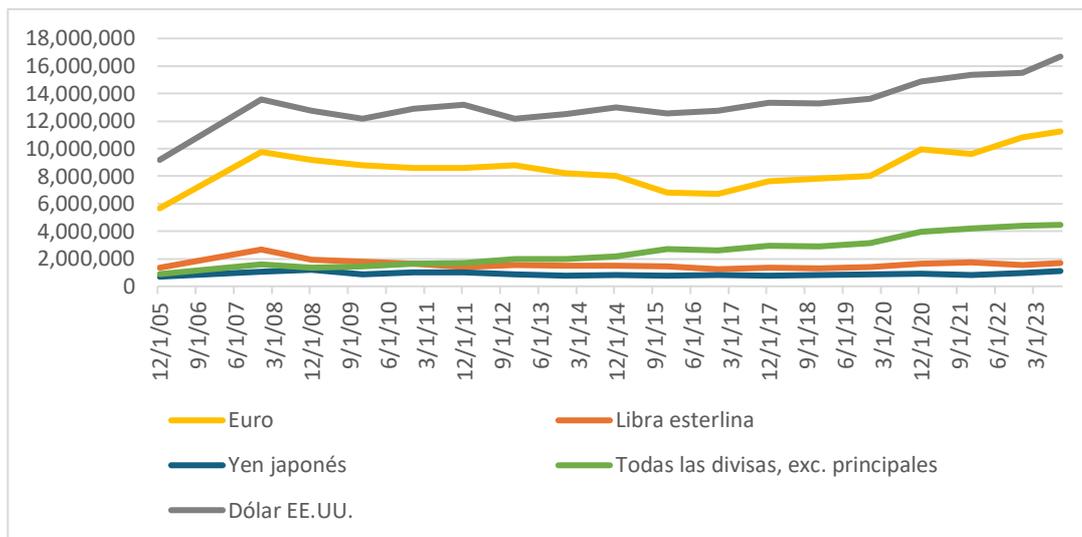
tiempo. En el caso del dólar estadounidense esta volatilidad es menor y parece tener una tendencia de crecimiento, lo que se observa en el gráfico 16. EE. UU. tiene el saldo vivo más importante de todas. El dólar se mantiene considerablemente estable en comparación con el resto, este patrón enfatiza la fortaleza y confianza global del dólar. Las monedas menos principales parecen ser las menos favorecidas, esto podría deberse a que se les asocia un mayor riesgo. Esto puede explicar que el dólar y el euro sean las mayores divisas utilizadas.

**Gráfico 14. Crecimiento anual de los pasivos transfronterizos de todos los bancos declarantes por moneda (en millones de dólares)**



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de (Bank for International Settlements, 2023)

**Gráfico 15. Saldo vivo de los pasivos transfronterizos de todos los bancos declarantes por moneda (en millones de dólares)**



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de (Bank for International Settlements, 2023)

### **3.2.4. Análisis de las crisis y eventos geopolíticos**

Como último factor de análisis en la demanda monetaria, estudiaremos las crisis y los eventos geopolíticos. Para la evaluación de este factor en cada zona, hemos escogido un indicador llamado Geopolitical Risk Index desarrollado por Dario Caldara y Matteo Iacoviello en la Junta de la Reserva Federal (Caldara & Iacoviello, 2021). Estos investigadores han desarrollado un índice que mide los eventos geopolíticos adversos basada en el número de artículos de 10 periódicos que cubren tensiones geopolíticas desde 1985. El índice cubre tanto noticias sobre actos ocurridos como sobre amenazas de guerra, actos terroristas, armamiento nuclear y armamiento militar.

El gráfico 16 muestra el índice geopolítico temporalmente de las 5 economías de estudio. Para la zona euro, hemos incluido la media de los países que habían sido objeto de estudio en la investigación del índice: Bélgica, Alemania, España, Finlandia, Francia, Italia, Países Bajos y Portugal. Creemos que puede ser lo suficiente representativo para esta zona.

Como podemos ver a continuación podemos observar notorios picos de riesgo geopolítico en todas las zonas. En 1990-1991 existe un pico que puede corresponderse al fin de la Guerra del Golfo. En 2021 también existe un pico debido al ataque del 11S de Afganistán, el cual tuvo un efecto de tensión geopolítica muy claro en todo el mundo. En 2003, se vuelve a observar otro pico que puede deberse mayoritariamente a la escalada y tensiones militares en Oriente Medio y la entrada de Estados Unidos en Irak. El último pico palpable es la invasión de Rusia a Ucrania.

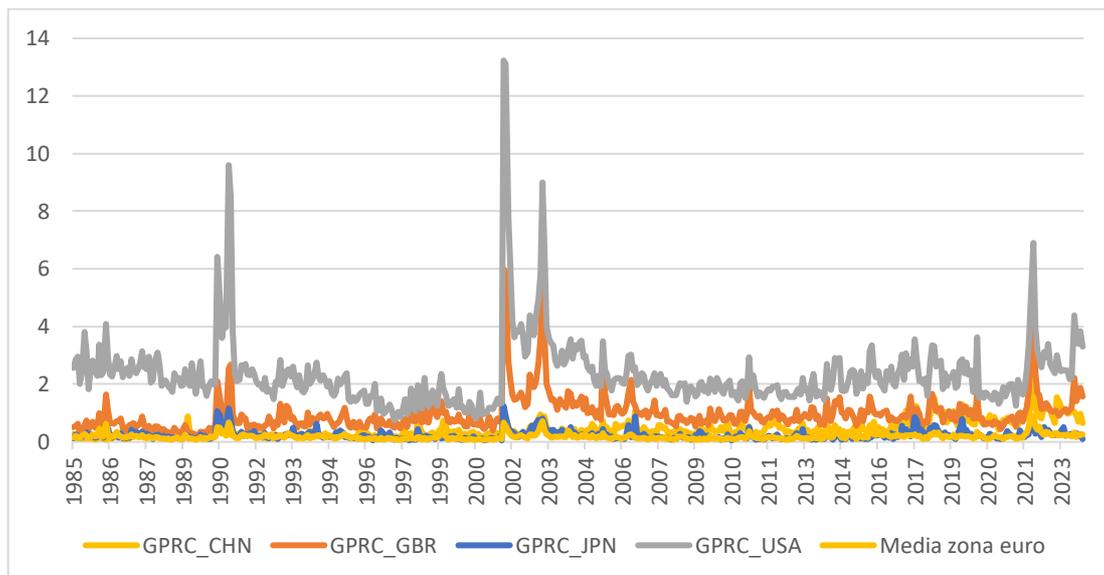
Los 4 picos observados afectaron a todas las zonas de estudio, pudiendo afectar de la misma manera estos eventos sobre los mercados financieros. Durante periodos de tensiones globales como estas, los inversores normalmente buscan valores refugio para evitar el riesgo y uno de estos valores refugio ha sido durante la historia el dólar estadounidense (Hossain, Masum, & Saadi, 2023). Este hecho implica que los valores refugio en tiempos de incertidumbre se fortalezcan. Estos eventos podrían haber hecho que haya un flujo de capital hacia la divisa del dólar y aumentando su valor. Por otro lado, eventos significativos como el ataque del 11 de septiembre tuvieron un impacto directo

en Estados Unidos, afectando negativamente la percepción del país y potencialmente debilitando la confianza en su divisa. Este incidente pudo haber tenido un efecto adverso en el valor del dólar, contradiciendo la tendencia general de fortalecimiento de las monedas refugio durante crisis.

Podemos observar como el índice de Estados Unidos se encuentra por encima del resto de las zonas estudiadas. Es cierto que los periódicos con el que se calcula el índice son de origen estadounidense. Es por ello, que en estos periódicos es posible que se encuentren más noticias acerca de Estados Unidos que del resto de países, lo que podría sesgar el índice y hacer que el índice de riesgo geopolítico para Estados Unidos tenga mayores valores.

Evaluando el índice por separado, podemos ver como el índice de la zona euro es el más bajo en toda la serie temporal reflejando un nivel de amenaza y de actos de crisis muy bajo que puede fomentar mayor confianza para los inversores en su zona y por lo tanto en su divisa. Asimismo, China y Japón atienden a una pequeña volatilidad, pero más elevada que la europea. Este efecto puede ser visto como una ventaja para los inversores, fortaleciéndose su percepción hacia activos seguros como el dólar. Desde 2016, China registra una tendencia creciente en su índice, lo que puede debilitar esta percepción.

**Gráfico 16. Índice riesgo geopolítico (1985-2019=100)**



*Fuente:* elaboración propia a partir de los datos de (Caldara & Iacoviello, 2021)

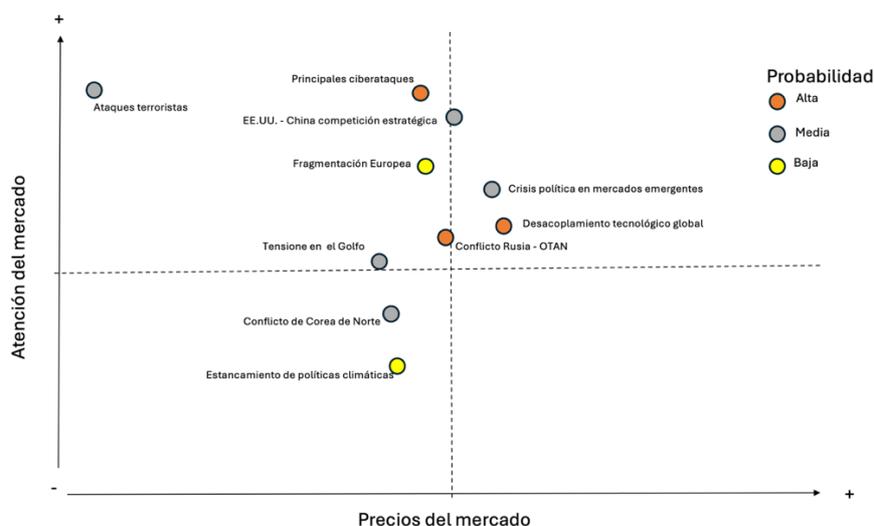
El gráfico anterior no nos permite saber si ha existido una relación entre estos eventos geopolíticos y la variación en la demanda de las divisas. Es por ello, que a continuación hemos representado un mapa que correlaciona varios eventos geopolíticos que generan preocupación actualmente y como se relacionan con el grado en que los precios de los activos en el mercado se han movido y la atención del mercado a estos eventos. Este índice ha sido desarrollado por Blackrock con índices de Análisis cuantitativo y de riesgo y de escenarios de mercado (Donilion, Kress, Aldrich, & Lee, 2024).

Como podemos ver, en el gráfico 17, se identifican 10 riesgos en 2024, podemos clasificar si son eventos que pueden afectar directamente a EE. UU. o no con el fin de determinar en qué casos son más probables que tengan una repercusión negativa en el mercado estadounidense y por ende en su divisa. Eventos como la competición estratégica EE. UU.- China, la cuestión Rusia- OTAN y tensiones en Golfo pueden tener un efecto negativo para EE. UU. y por ende afectando a la confianza como país en temas de inversión, economía, flujo comercial, etc. El gran número de crisis o eventos a los que se enfrenta Estados Unidos puede generar menos confianza en el dólar ya que a poder ser afectado directamente por estos eventos puede constituir una amenaza para los inversores que se resguardan en la moneda como reserva.

Sin embargo, podemos destacar como eventos como crisis políticas emergentes y fragmentación europea no tienen relación directa con EE. UU. Por lo tanto, no tendrían apenas efecto en este.

A lo sumo, eventos como el desacoplamiento tecnológico, estancamiento de políticas climáticas, ciberataques o ataques terroristas teniendo un efecto global en todas las zonas. Este tipo de eventos que no afectan a un país o países concretos, tendrán un efecto positivo en el valor del dólar ya que los inversores tratarán de buscar la divisa más estable y refugio ante tal crisis. Tales son las condiciones económicas de EE. UU. que apoyan fervientemente que los inversores escojan el dólar como valor refugio.

**Gráfico 17. Mapa de riesgos geopolíticos por atención del mercado, precios del mercado y probabilidad a febrero de 2024**



*Fuente:* elaboración propia a partir de (Donilion, Kress, Aldrich, & Lee, 2024)

Las cuestiones geopolíticas y eventos internacionales desafían la estabilidad financiera. La actual invasión de Ucrania ha originado cambios en las tendencias en flujos transfronterizos de cartera de inversión, crédito bancario, comercio (Catalán, Natalucci, & Qureshi, 2023). EE. UU. y sus aliados impusieron sanciones para prohibir a bancos rusos el acceso a la red SWIFT impidiendo acceder a pagos transfronterizos (Otero & González-Agote, 2023). Esta herramienta es usada por el gobierno estadounidense para supervisar el cumplimiento de sanciones financieras. Este hecho refuerza la búsqueda de nuevos mecanismos y monedas para evitar este tipo de sanciones. China en 2015, lanzó un nuevo sistema de pagos interbancarios transfronterizos llamado CIPS con el fin de sustituir al sistema actual SWIFT caracterizado por la preferencia de Estados Unidos. El sistema CIPS está basado en el RMB y se compone principalmente por bancos chinos. Este sistema de pagos ha ido aumentando su uso de manera constante pasando de 8 mil millones de RMB en 2015 a 334 mil millones en 2021 (Anaya & Di Casola, 2022). Este sistema de pagos aún no mantiene niveles como el sistema SWIFT, pero confiere una nueva alternativa para los estados queriendo evitar sanciones por cuestiones geopolíticas.

### 3.2.5. Recapitulaciones del análisis de la demanda monetaria

Los factores estudiados sobre la demanda de divisa, muestra un predominio del uso de la divisa del dólar estadounidense en la facturación del comercio internacional y en el resto

de los flujos de capital. Además, la solidez de la economía americana muestra la confianza necesaria para la demanda de su divisa. Sin embargo, podemos ver como existe cierta preocupación por los eventos geopolíticos que pueden afectar directamente a Estados Unidos y, por ende, a la confianza en el país.

El crecimiento de China y su mayor presencia en el sistema internacional hacen del renminbi un posible competidor para el dólar estadounidense. Asimismo, la fortaleza y confianza del euro refuerzan el uso de la moneda en flujos transfronterizos.

A continuación, se muestra la tabla resumen de los resultados obtenidos de cada uno de los factores.

**Tabla 2. Resumen de los resultados obtenidos en el análisis de demanda monetaria**

	<b>Estados Unidos</b>	<b>China</b>	<b>Zona euro</b>	<b>Japón</b>	<b>Reino Unido</b>
<b>Crecimiento económico</b>	Crecimiento económico sostenido, reforzando su importancia.	Exponencial crecimiento, reflejando su mayor importancia.	Crecimiento notable pero más susceptible a las crisis.	Indicios de recesión.	Crecimiento sostenido pero reducido.
<b>Comercio y facturación</b>	Dominio de la facturación del dólar para el comercio.	No ha logrado una posición significativa, pero su uso aumenta gradualmente.	Aumento de su presencia en los volúmenes de facturación.	Poca presencia.	Poca presencia.
<b>Flujos de capital</b>	- Claro dominio del volumen de derivados. - IED significativa. - Pasivos transfronterizos relevantes.	- Volumen insignificante en el volumen de derivados y pasivos transfronterizos - IED crecimiento sostenido, indicador de la creciente confianza.	- Volumen insignificante en el volumen de derivados. - IED significativa. - Pasivos transfronterizos relevantes.	- Volumen insignificante en el volumen de derivados. - IED poco relevante.	- Volumen insignificante en el volumen de derivados. - IED poco relevante.
<b>Crisis y eventos geopolíticos</b>	Índice de riesgo por encima del resto. EE. UU. se enfrenta a riesgos que le afectan directamente, cuestionando su confianza.	Menor volatilidad que la americana.	Índice de riesgo más bajo de todos.	Menor volatilidad que la americana.	Menor volatilidad que la americana.

#### **4. Conclusiones, limitaciones y recomendaciones**

El análisis llevado a cabo nos ha permitido evaluar la hegemonía del dólar estadounidense en el contexto financiero actual, teniendo en cuenta los eventos surgidos hasta los últimos años.

El estudio histórico y teórico que hemos llevado a cabo en las primeras secciones del trabajo explica como la supremacía del dólar es un hecho histórico. Las políticas y estrategias internacionales han logrado construir los mecanismos suficientes para que el dólar se establezca por casi 80 años, desde la Conferencia de Bretton Woods. Los organismos internacionales liderados por Estados Unidos han jugado un papel importante para ejercer el “privilegio exorbitante” del que ha gozado durante muchos años. Sin embargo, el surgimiento de nuevas divisas y el creciente papel de otros países en el sistema internacional sugieren un cambio en la configuración de los mercados financieros.

El análisis de los factores que determinan la oferta y demanda de las cinco divisas que componen la cesta de los Derechos Especiales de Giro (renminbi chino, yen japonés, dólar estadounidense, euro y libra esterlina), revelan tendencias significativas en varios campos de estudio. Además, el estudio comparado nos permite comprender mejor la dinámica de las monedas en el contexto global.

Por una primera parte, el estudio de la oferta monetaria nos permite sacar las siguientes conclusiones:

- Estados Unidos ha mantenido un crecimiento moderado y en consonancia con su PIB, lo que refuerza la estabilidad del país. Además, utiliza las herramientas de política monetaria con el fin de estabilizar el país y mostrar una economía sana.
- China opta por un crecimiento exponencial de la masa monetaria con el fin de llevar a cabo un rápido crecimiento, haciéndola ser más volátil y pudiendo mostrar más desconfianza.
- La zona euro, Japón y Reino Unido han tenido un crecimiento moderado de la masa monetaria y han utilizado la política monetaria como herramienta para estabilizar la economía.

- Las reservas en bancos centrales están compuestas en su mayoría por el dólar estadounidense; sin embargo, está experimentando un declive. El euro ha logrado establecerse como alternativa y posible competencia al dólar en la reserva de divisas en bancos centrales.

Por una segunda parte, el estudio de la demanda de divisa nos permite sacar las siguientes deducciones:

- El dólar estadounidense domina la facturación en el comercio internacional, en el volumen de derivados, IED y en los flujos transfronterizos, por lo que existe una supremacía en los flujos de capital.
- La zona euro mantiene una posición creciente en el uso de su divisa como medio de pago en los flujos de capitales.
- China, Japón y Reino Unido no juegan un papel importante en el uso de sus divisas como medio de pago.
- El crecimiento económico de China y su relevancia en la economía mundial puede constituir una amenaza al uso del dólar.
- Los eventos geopolíticos que afectan globalmente pueden reforzar el uso de las monedas de reserva o activos refugio como es el dólar americano. Sin embargo, EE. UU. se enfrenta a varios riesgos geopolíticos que le afectan directamente, lo que podría debilitar la confianza de su divisa en los mercados financieros.

Con las conclusiones sacadas del estudio de los factores que determinan la oferta y demanda de divisa, podemos destacar la estabilidad y fuerza del dólar que Estados Unidos sigue ejerciendo desde 1944 en comparación con el resto de las monedas competidoras. Es por ello que no podemos hablar de que el dólar estadounidense esté experimentando un riesgo inminente de su supremacía en los mercados financieros. La gestión de política monetaria, reservas de divisas, tipos de interés y flujos de capital son factores que continúan reforzando la posición dominante del dólar. Sin embargo, podemos observar cómo actualmente otras divisas podrían reducir su dominio. La creciente presencia económica China y la estabilidad que aporta la zona euro sugieren un panorama más multipolar. Asimismo, el estudio reconoce que la actual complejidad geopolítica y la dinámica de los eventos internacionales, caracterizada por tensiones emergentes y

presencia de nuevos actores en el sistema, podrían desafiar la hegemonía del dólar en un futuro próximo.

Aunque este análisis tiene la fuerza necesaria para establecer estas conclusiones, es importante recordar que este análisis compone solo una pequeña parte de los factores que determinan el valor de una moneda y su uso. El estudio se centró en las principales variables macroeconómicas consideradas cruciales en el análisis de la oferta y demanda monetaria, pero hay otros elementos significativos, como la política fiscal, el endeudamiento nacional y el balance comercial, que también ejercen influencia.

Además, aunque este estudio proporciona una estimación de cómo ciertos factores pueden afectar el valor de las divisas, no logra cuantificar con precisión el impacto real de sus valores. Es particularmente complicado analizar los efectos de las dinámicas geopolíticas, un terreno que necesita una mayor investigación dada su complejidad y el rápido cambio de los acontecimientos internacionales que pueden alterar el equilibrio financiero global.

Es también relevante mencionar que la investigación se ha apoyado en fuentes predominantemente occidentales para los indicadores, lo que podría llevar a un sesgo en la evaluación de los riesgos geopolíticos y crisis. Una perspectiva más diversa en las fuentes contribuiría a una visión más equilibrada.

Las anteriores limitaciones nos muestran futuras áreas de investigación. Se recomienda examinar otros factores que pueden influir en la demanda y oferta de divisa, como se ha explicado anteriormente. Además, otras áreas de investigación podrían centrarse más específicamente en los efectos de las tensiones o eventos recientes y cómo éstos afectan a los mercados de divisas. Asimismo, con el desarrollo de nuevas tecnologías surgen otras alternativas a las divisas tradicionales que pueden volver a cambiar el panorama actual. Estas son las criptomonedas y las divisas digitales, las cuales están aún por establecerse, pero podrían suponer una nueva amenaza al dólar estadounidense.

## Bibliografía

- Aizenman, J., Menzie, D., & Ito, H. (2008). *Assessing the emerging global financial architecture: measuring the trilemma's configurations over time*. Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- Alexeenko, G., Kollen, S., & Davidson, C. (2012). Las líneas swap refuerzan el rol mundial del dólar. *EconSouth Federal Reserve Bank of Atlanta*, 14(1), 1-6.
- Anaya, P., & Di Casola, P. (2022). *The internationalisation of the renminbi: regaining strength?* European Central Bank.
- Arslanalp, S., & Simpson-Bell, C. (2021). *El porcentaje del dólar de EE.UU. en las reservas mundiales de divisas cae a su mínimo en 25 años*. IMF Blog.
- Avedillo Carretero, M. (26 de febrero de 2009). Protegerse del proteccionismo (ARI). *Real Instituto Elcano*.
- Banco Mundial. (2022). *Masa monetaria (% del PIB)*. Banco Mundial.
- Banco Mundial. (2024). *PIB (US\$ a precios actuales)*. Banco Mundial.
- Bank for International Settlements. (2023). *Locational banking statistics*. BIS data portal.
- Barbé, E. (2007). *Relaciones internacionales*. Madrid: Tecnos.
- Becedas, M. (2 de junio de 2023). La mejor 'arma' de EEUU se le vuelve en contra: el mundo gesta una rebelión contra la hegemonía del dólar. *el Economista*.
- BIS. (2023). *Derivatives, exchange-traded*. Bank for International Settlements.
- BIS. (2024). *Central bank policy rates*. Bank for International Settlements.
- BIS. (2024). *Comparative view of Real effective exchange rate, Euro area / Broad basket*. Bank for International Settlements.
- Blomberg, S., & Harris, E. (1995). *The Commodity-Consumer Price Connection: Fact or Fable?* Economic Policy Review.
- Boltho, A. (2012). La era del dólar. *New Left Review*, 136-142.
- Bordo, M. (2003). *Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective*. Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- Boz, E., Casas, C., Georgiadis, G., Gopinath, G., Le Mezo, H., Mehl, A., & Nguyen, T. (2020). *Patterns in Invoicing Currency in Global Trade*. International Monetary Fund.
- Caldara, D., & Iacoviello, M. (2021). *Measuring Geopolitical Index*. Board of Governors of the Federal Reserve Board.
- Casilda Béjar, R. (2022). Un nuevo sistema monetario y financiero internacional: Bretton Woods III. *IEB blog*.

- Catalán, M., Natalucci, F., & Qureshi, M. S. (5 de abril de 2023). La geopolítica y la fragmentación se erigen como graves amenazas para la estabilidad financiera. *IMF Blog*.
- Central Intelligence Agency . (2022). *Exports*. CIA US Government.
- Comisión Europea. (s.f.). *Tipos de inversión* . Obtenido de <https://trade.ec.europa.eu/access-to-markets/es/content/tipos-de-inversion>
- Cuesta, J. (14 de agosto de 2023). Un rublo ya vale menos que un centavo de dólar. *El País*.
- DiPippo, G., & Palazzi, A. (2023). *It's All about Networking: The Limits of Renminbi Internationalization*. Center for Strategic and International Studies.
- Donilion, T., Kress, C., Aldrich, J., & Lee, S. (2024). *Geopolitical risk dashboard*. BalckRock Investment Institute.
- Dornbusch, R., Fischer, S., & Startz, R. (2015). *Macroeconomía*. McGraw Hill Education.
- Ellerbeck, S. (16 de agosto de 2022). ¿Qué son las reservas de divisas y pueden ayudar a combatir la crisis económica mundial? *World Economic Forum*.
- European Council . (2022). *Impact of sanctions on the Russian economy*.
- FasterCapital. (2023). Como la balanza comercial afecta la depreciación de la moneda un análisis. *FasterCapital*.
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2024). *Real Broad Effective Exchange Rate*.
- FMI. (2023). *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*.
- Fondo Monetario Internacional. (2023). *IMF*. Obtenido de Derechos Especiales de Giro (DEG): <https://www.imf.org/es/About/Factsheets/Sheets/2023/special-drawing-rights-sdr>
- Garmendia Wilson, C. F. (2012). Historia de la pérdida de valor del dólar y cronología del oro desde el inicio de la civilización. *Revista de Economía y Derecho*, 9(34).
- Girón, A. (2010). Hegemonía del Dólar y Sistema Financiero Paralelo. En G. Vidal, J. Shuixue, A. Girón, E. Correa, E. Plazuelos, R. Fernández, . . . A. Couriel, *Opacidad y Hegemonía en la Crisis Global* (págs. 59-72). Madrid: Los Libros de la Catarata.
- Hirst, M., & Tokatlian, J. (16 de mayo de 2023). The end of dollar supremacy. *IPS journal*.

- Hodara, J. (2014). *Bretton Woods: Un recorrido por el Primer Cincuentenario*. El Colegio de Mexico: Perspectiva económica y social (1ª Edición, Vol.5, pp.107-126).
- Hossain, A., Masum, A., & Saadi, S. (2023). The impact of geopolitical risks on foreign exchange markets: Evidence from the Russia–Ukraine war. *Finance Research Letters*, 59.
- Hudson, M. (2003). *Super Imperialism: The Economic Strategy of American Empire*. 2 Edición.
- Iancu, A., Meads, N., Mühleisen, M., & Wu, Y. (16 de diciembre de 2020). Los glaciares de las finanzas mundiales: La composición por monedas de las reservas de los bancos centrales. *IMF Blog*.
- Irwin, D. (2017). *The missing Bretton Woods debate over flexible exchange rates*. Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- J.P. Morgan. (2023). *De-dollarization: Is the US dollar losing its dominance?* J.P. Morgan Global Research.
- Jones, C. I. (2008). *Macroeconomía*. Antoni Bosch.
- Krugman, P. (1984). The International Role of the Dollar: Theory and Prospect. En e. John F. O. Bilson and Richard C. Marston, *Exchange Rate Theory and Practice* (págs. 261-278). University of Chicago Press.
- Krugman, P. (1998). *It's Back: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap*. Massachusetts Institute of Technology: Brookings Papers on Economic Activity.
- Krugman, P., Obstfeld, M., & Melitz, M. (2006). *Economía Internacional. Teoría y Política*. Pearson.
- Lázaro, T. (8 de septiembre de 2020). El impacto de la COVID-19 en las divisas mundiales. *Más Sabadell*.
- Li, Y. (2019). The Impact of the Belt and Road Initiative on RMB Internationalization and Development Strategies for Mutual Benefit. *Atlantis Press*, 146.
- Lipsky, J. (2008). Perspectives on the Global Economic Landscape and the Role of the Dollar, Address by John Lipsky, First Deputy Managing Director, IMF. *International Moneatry Fund*.
- Mankiw, N. (2009). *Macroeconomics*. New York: Worth Publishers.
- Mosconi, A. (2009). The World Supremacy of the Dollar at the Rendering (1917-2008). En *Papers for Federalists in Europe and the World*. The Federal Debate.

- Nieves, V. (21 de abril de 2023). La lista de países que se acercan a China y usan el yuan en lugar del dólar se multiplica en un año. *elEconomista*.
- Nieves, V., & Medinilla, M. (7 de junio de 2023). Los chinos no paran de ahorrar y acercan a su economía al precipicio de la deflación. *elEconomista*.
- Obstfeld, M., Shambaugh, J. C., & Taylor, A. M. (2004). *The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility*. JEL Numbers .
- Obstfeld, M., Shambaugh, J. C., & Taylor, A. M. (2004). *Monetary Sovereignty, Exchange Rates, and Capital Controls: The Trilemma in the Interwar Period*. International Monetary Fund.
- OECD. (24 de junio de 2020). El impacto de la crisis del coronavirus (COVID-19) en la financiación del desarrollo. págs. 1-30.
- OECD. (2022). *FDI stocks Outward / Inward*.
- OECD. (2023). *Broad money (M3)*. OECD.
- Otero, M., & González-Agote, A. (2023). *¿Está amenazada la hegemonía del dólar?* Real Instituto Elcano.
- Palley, T. (2022). *Theorizing dollar hegemony, Part 1: the political economic foundations of exorbitant privilege*. Washington D.C. : Post-Keynesian Economics Society.
- Pascual, V. (13 de enero de 2017). China sufre en 2016 la mayor caída de sus exportaciones desde 2009. *La Razón*.
- Piedrahita Zuluaga, J. (2019). El sistema Bretton Woods, una estrategia estadounidense de dominación mundial. Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y el dólar en la segunda mitad del siglo XX. *Revista de Estudiantes de Ciencia Política*(15-16), 96-109.
- Reyes Konings, L. S. (2010). La Conferencia de Bretton Woods. Estados Unidos y el dólar como Centro de la Economía Mundial. *Procesos Históricos*(18), 72-81.
- Rísquez, J. (2006). Keynes: la teoría cuantitativa y la no neutralidad del dinero. *Revista de Ciencias Sociales*, XII(2).
- Rodríguez García, D. (2014). La mixofobia como política de Estado en la Alemania Nazi. *Revista de Demografía Histórica-Journal of Iberoamerican Population Studies*, 117-146.
- RTVE. (6 de septiembre de 2011). Suiza fija un cambio mínimo de 1,20 francos por euro para evitar su revalorización excesiva.

- Sik Kim, J. (2011). The future of the dollar as a vehicle currency. *The Global Financial Crisis, Future of the Dollar and the Choice for Asia* , 81-93.
- Siripurapu, A., & Berman, N. (19 de julio de 2023). The Dollar: The World's Reserve Currency. *Council on Foreign Relations*.
- Spiro, D. E. (1999). *The Hidden Hand of American Hegemony: Petrodollar recycling and International Markets*. Cornell University Press.
- Usov, A. (2023). *EBRD researches growing role of new currencies in international trade*. European Bank for Reconstruction and Development .
- Vijay. (15 de diciembre de 2022). El camino hacia la desdolarización pasará por Arabia Saudita. *Tricontinental*.
- World Trade Organization. (2022). *Evolution of trade under the WTO: handy statistics*. WTO Statistics.