

Caminos en la reforma al sistema monetario internacional

El Ciudadano · 11 de octubre de 2025

La disputa está vinculada a la moneda y, por supuesto, al sistema monetario internacional aquí los caminos posibles presentados por Zhou Xiaochuan, ex gobernador del Banco Popular de China.



Actualmente nos encontramos en medio de una acalorada disputa comercial y arancelaria global. Si bien es razonable analizar esta disputa desde una perspectiva comercial, creo que esto es insuficiente. Muchos académicos también creen que

esta disputa está vinculada a la moneda y, por supuesto, al sistema monetario internacional. Esta conexión suele darse a través de dos canales principales:

Por Zhou Xiaochuan, ex gobernador del Banco Popular de China

El primer canal es el vínculo tradicional entre los tipos de cambio, la balanza de pagos y la moneda. Los tipos de cambio son una herramienta eficaz para equilibrar los pagos internacionales de los países pequeños y medianos. Sin embargo, para los países grandes, especialmente aquellos que emiten monedas de reserva, la formación y el impacto de los tipos de cambio suelen ser limitados. Por ejemplo, en Estados Unidos, donde surgen preocupaciones sobre los déficits de la balanza de pagos, la reubicación industrial a gran escala y el vaciamiento del sector manufacturero, los tipos de cambio solo pueden desempeñar un papel limitado. Varios altos funcionarios de la administración Trump también han declarado que esperan utilizar medidas monetarias para fortalecer la capacidad manufacturera y la competitividad exportadora de Estados Unidos. En resumen, el tipo de cambio del dólar estadounidense debe mantenerse bajo. Por lo tanto, al hablar de guerras arancelarias y disputas comerciales, el tipo de cambio está inevitablemente vinculado.

El segundo canal es la repercusión de las tasas de ahorro , relacionadas con la moneda. Este análisis sostiene que los desequilibrios comerciales globales se relacionan con tasas de ahorro interno excesivamente altas en Asia, en particular en China, lo que genera grandes superávits comerciales y una sólida inversión y financiación en el exterior. Este exceso de ahorro se produce principalmente en moneda nacional, pero se convierte a través del sistema monetario internacional en comercio exterior, inversión y crédito.

Durante la crisis financiera mundial de 2008, el entonces presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, analizó la crisis de las hipotecas subprime en Estados Unidos desde la perspectiva del exceso de ahorro. Argumentó que las

tasas de ahorro excesivas en Asia, incluida China, provocaron una afluencia masiva de ahorros al mercado estadounidense a través del dólar, lo que deprimió las tasas de interés internas y las tasas de ahorro de los hogares. Si bien el consumidor estadounidense se centra en el consumo y presenta un déficit por cuenta corriente, el dólar se mantiene excesivamente fuerte a pesar de las entradas de capital. Si este canal genera injusticia para Estados Unidos es un debate aparte.

Debido a estos dos canales, las disputas internacionales sobre la estructura industrial y los aranceles comerciales inevitablemente involucran la moneda. Por supuesto, desde la perspectiva de una estrategia de negociación, la moneda puede incorporarse directamente o evitarse. Sin embargo, fundamentalmente, las disputas arancelarias comerciales entre China y Estados Unidos, así como entre Estados Unidos y otras economías importantes, son inseparables de la moneda.

Desde la perspectiva de Estados Unidos, este se enfrenta actualmente a diversas opciones y dilemas. Por un lado, busca promover la relocalización de la manufactura y mejorar su balanza comercial mediante un tipo de cambio competitivo con el dólar. Si bien reduce las excesivas responsabilidades internacionales del dólar, también desea seguir utilizándolo como instrumento para imponer sanciones geopolíticas. Por otro lado, desea mantener su dominio como moneda de reserva internacional, tanto en los pagos comerciales internacionales como en las transacciones del mercado financiero global. Por lo tanto, Estados Unidos tiene dos objetivos contrapuestos con respecto al dólar: por un lado, desea un dólar más débil en términos de valor y tipo de cambio, con menor alcance y menor control; por otro, desea mantener bajos los costos de la deuda y preservar el dominio del dólar en el sistema monetario internacional, incluyendo la capacidad de utilizarlo como instrumento para imponer sanciones cuando sea necesario. Esto es coherente con la estrategia de «tenerlo todo» de algunos políticos estadounidenses en la actual guerra arancelaria y comercial. Sin embargo, muchos analistas señalan que lograr «tenerlo todo» en este dilema del

dólar es improbable. El dólar inevitablemente ganará o perderá, y tendrá que ceder terreno, como por ejemplo su posición como moneda principal del mundo.

Mi observación es que no es imposible que el dólar estadounidense tenga ambas cosas. ¿Qué se necesitaría para lograrlas? Lo sería si no existiera una moneda internacional que lo desafíe. Si bien el dólar se está debilitando, su alcance está disminuyendo y se usa con frecuencia en sanciones, si ninguna otra moneda lo desafía, podría potencialmente obtener ambos beneficios. La pregunta clave, entonces, es si existen otras monedas en el sistema monetario internacional que se atrevan y tengan la capacidad de desafiar el statu quo. Esto no significa necesariamente desafiarlo abiertamente, sino más bien buscar oportunidades para reemplazar gradualmente al dólar estadounidense en algunas áreas de aplicación práctica. Esto podría conducir a una nueva era para el sistema monetario internacional.

Cuatro posibles monedas de desafío

Entonces, ¿quién es probable que ocupe el hueco dejado por el dólar? Hay cuatro opciones principales.

Analicemos primero el euro. El euro es la segunda moneda más importante de la cesta de Derechos Especiales de Giro (DEG), después del dólar estadounidense. Además, la UE/Eurozona es una economía madura con una sólida fortaleza económica. Sin embargo, el euro también enfrenta sus propios desafíos. Los principales problemas son que la futura relación entre la UE y la eurozona aún requiere mayor claridad; las funciones del Banco Central Europeo parecen limitadas, careciendo de un mandato suficiente; una moneda de reserva inevitablemente tiene vínculos fiscales, pero el euro carece de una entidad fiscal correspondiente e instrumentos de deuda; y no existe una solución clara para la actual integración del mercado de capitales de la eurozona. En estas

circunstancias, el euro claramente necesita fortalecer aún más sus capacidades internas para complementar al dólar estadounidense.

La segunda opción posible es el renminbi. Inicialmente, no se concibió que el renminbi desempeñara un papel significativo en el sistema monetario internacional. China es, después de todo, un país en desarrollo y no una potencia financiera. Por lo tanto, hace más de una década, insistimos en fomentar la expansión gradual del uso del renminbi en el comercio y la inversión transfronterizas, respetando las decisiones voluntarias de los participantes del mercado y evitando la imposición de la fuerza. Tras la crisis financiera mundial de 2008, los swaps de divisas de la Reserva Federal se dirigieron principalmente a economías como Europa y Japón. Algunos países asiáticos, como Corea del Sur y Malasia, se enfrentaron a escasez de liquidez y recurrieron a China en busca de apoyo. Por lo tanto, comenzamos a promover los swaps de divisas locales. Los primeros acuerdos se establecieron entre el renminbi, el won coreano y el ringgit malayo. Esto impulsó la internacionalización del renminbi, pero el Banco Popular de China mantuvo un perfil bajo. Después de todo, China no tenía escasez de dólares y no deseaba reemplazarlos; simplemente respondía a la demanda del mercado. No fue hasta 2014 que se propuso formalmente la internacionalización del renminbi. En 2016, el renminbi se incorporó con éxito a la cesta de DEG del Fondo Monetario Internacional (FMI), convirtiéndose en una de las cinco monedas principales (dólar, euro, renminbi, libra esterlina y yen). A lo largo de este proceso, el RMB ha experimentado un avance volátil. Si bien ha logrado avances considerables, como el segundo y tercer puesto mundial como moneda de financiación y liquidación comercial, respectivamente, objetivamente hablando, el progreso general sigue siendo relativamente lento. Por ejemplo, su participación en las transacciones financieras globales y las reservas internacionales de divisas solo ocupa el sexto lugar.

Si Estados Unidos adopta políticas proteccionistas significativas en materia comercial y arancelaria, el RMB tiene la oportunidad de desempeñar un papel más importante. Esta diversificación monetaria también impulsará cambios en el sistema monetario internacional. Por supuesto, esto también requiere un mayor progreso en la reforma y la apertura, en particular en la reforma monetaria. Esto incluye promover aún más la convertibilidad de la cuenta de capital. Según el FMI, esto significa aumentar el libre uso del RMB y reducir las regulaciones innecesarias. Al mismo tiempo, el secretario general, Xi Jinping, ha propuesto acelerar el desarrollo de una nación financieramente sólida, incluyendo «poseer una moneda fuerte» como uno de los seis elementos fundamentales de una nación financieramente sólida. Para China, el RMB también se convertirá en una carta clave en el juego internacional. En otras palabras, si Estados Unidos está jugando la carta arancelaria, ¿qué carta debería jugar China? Hay muchas opciones, una de las cuales es el RMB.

¿Cuáles son entonces las preocupaciones de China sobre el uso del RMB? Quizás la principal preocupación sea la salida de capitales. Históricamente, las salidas de capitales han sido periódicas, a veces graves, a veces menos. En el panorama global actual, nuestra determinación de permitir que el RMB desempeñe un papel más importante depende en gran medida de nuestro marco analítico. Es decir, diferentes marcos analíticos conducirán a conclusiones y evaluaciones diferentes sobre el mismo asunto: algunos dirán que es excelente, mientras que otros dirán que plantea serios problemas. Este ha sido en gran medida el caso a lo largo de la historia. En el pasado, las principales iniciativas para promover la apertura, la reforma cambiaria y la reforma cambiaria —como las reformas cambiarias de la década de 1990 y la adhesión de China a la Organización Mundial del Comercio (OMC)— a menudo han generado opiniones muy dispares sobre el diseño de las reformas en materia de tipos de cambio, convertibilidad y control de divisas. Por lo tanto, mediante una mayor investigación y debate, y aprovechando las lecciones aprendidas tanto a nivel

nacional como internacional, deberíamos ser capaces de aclarar mejor nuestro marco analítico, buscar un mayor consenso y tomar mejores decisiones en este escenario internacional.

El DEG es una opción posible. Si ninguna de las otras cinco monedas de la cesta del DEG es lo suficientemente fuerte como para desafiar por sí sola la posición del dólar, ¿podría considerarse una cesta de monedas que permitiera al DEG desempeñar un papel más importante y, en cierta medida, reemplazar al dólar? Ampliar el papel del DEG se alinea con el enfoque multilateral de China y reconoce la naturaleza multipolar del mundo. Después de todo, el mundo no es unipolar, sino pluralista, por lo que el sistema monetario internacional también debería diversificarse. Este enfoque es, de hecho, más seguro, más estable y más resiliente a las perturbaciones, ya que incluso si una o más monedas fluctúan, la volatilidad de la cesta de monedas será, sin duda, menor.

Algunos podrían argumentar que el DEG actual no es una moneda, sino simplemente una unidad de cuenta. Una moneda requiere un emisor (una autoridad monetaria), pero el DEG carece de uno, y el FMI no asume el papel de un banco central internacional emisor de DEG. Este argumento parece razonable, pero es una cuestión de esfuerzo humano. Si no intentamos cambiarlo, el DEG seguirá siendo una unidad de cuenta, no una moneda, y el FMI no tendrá las funciones de un banco central. Sin embargo, si aprovechamos la oportunidad y nos adaptamos a los nuevos tiempos, algunas cosas pueden cambiar.

En términos de oportunidades, si el sistema monetario internacional ha de cambiar, es necesario. La crisis financiera mundial de 2008, desencadenada por la crisis de las hipotecas subprime en Estados Unidos, presentó una importante oportunidad de reforma. Sin embargo, la falta de claridad de Estados Unidos en aquel momento dificultó la reforma. El dólar estadounidense se enfrenta ahora a un dilema, y debemos considerar y evaluar cuidadosamente si esto representa una nueva oportunidad para desafiar el sistema actual. ¿Seguirá Estados Unidos

insistiendo en permitir que el dólar desempeñe un papel mucho más allá de su tamaño económico y fortaleza nacional, o permitirá que el dólar se retraiga un poco?

Además, es importante destacar que el DEG tiene una importancia significativa incluso como unidad de cuenta y medida. Por ejemplo, las monedas de reserva internacionales deben mantenerse estables. Si se utiliza el dólar estadounidense como referencia absoluta, cualquier fluctuación del tipo de cambio solo se reflejará en las fluctuaciones de otras monedas frente al dólar. Sin embargo, estas fluctuaciones pueden tener su origen en el propio dólar. Si el dólar experimenta fluctuaciones o ajustes significativos, sin cambiar la unidad de cuenta ni el sistema de referencia, reflejará fluctuaciones o inestabilidad en otras monedas. Por lo tanto, se trata de una relación relativa.

Además de las fluctuaciones cambiarias, la industria y los mercados financieros actuales utilizan una amplia gama de herramientas de gestión de riesgos, muchas de las cuales se implementan mediante derivados y la mayoría se basan en el dólar estadounidense. Si el dólar estadounidense de referencia presenta problemas o deficiencias, muchos enfoques de gestión de riesgos, desde la medición hasta el comportamiento, se verán distorsionados.

Además, está el problema de los balances. Las instituciones financieras que operan a nivel internacional suelen utilizar el dólar estadounidense como unidad de denominación en sus balances. Las transacciones denominadas en otras monedas deben convertirse finalmente a dólares estadounidenses, un proceso que genera numerosas distorsiones y desviaciones.

Por lo tanto, el actual sistema monetario internacional tiene la oportunidad de permitir que los DEG asuman más funciones y desempeñen un papel más importante, pero actualmente depende en primer lugar de la comprensión que las autoridades estadounidenses tengan del dólar estadounidense y de si podemos

aprovechar la oportunidad para lograr un consenso. Es un tema muy interesante de debatir.

La cuarta posibilidad, y una de las que actualmente se debate ampliamente, es la moneda digital. Desde una perspectiva de desarrollo, las criptomonedas/monedas digitales se dividen generalmente en activos digitales y monedas estables (stablecoins). Generalmente, se considera que los criptoactivos carecen de las funciones de una moneda, mientras que las monedas estables se consideran equivalentes a una moneda. Sin embargo, la verdadera estabilidad de una moneda estable no depende de las afirmaciones de su emisor, y esto aún se debate. Incluso si fuera realmente estable, no sería lo suficientemente robusta como para ser aceptada como miembro del sistema monetario internacional, reemplazando algunas de las funciones del dólar estadounidense. Esto se debe a que una moneda estable debe consolidarse principalmente en la facilitación de pagos, en lugar de convertirse en una moneda independiente. Por lo tanto, una moneda estable debe estar vinculada a una moneda específica, como el dólar estadounidense, expandiendo así su presencia en lugar de reemplazarla. La dolarización generalizada es muy controvertida y muchos países buscan evitarla.

Por lo tanto, la clave para promover la reforma del sistema monetario internacional y permitir el uso de otras monedas para reemplazar parcialmente al dólar estadounidense reside en el consenso, el momento y la motivación para la reforma, y la propia evaluación de los pros y los contras por parte de Estados Unidos. Si todas las partes carecen de motivación, podríamos ver a Estados Unidos sumido en un dilema de «tenerlo todo» con el dólar estadounidense.

¿Existen requisitos previos para convertirse en una moneda de reserva internacional?

Por último, si otras monedas, incluido el DEG, van a desempeñar un papel más importante, según los artículos de análisis que he visto hasta ahora, ¿las

condiciones insuficientes supondrán un obstáculo?

En primer lugar, la cuestión de si un gran déficit comercial es suficiente para exportar divisas. Algunos analistas argumentan que, para exportar divisas, un país debe tener un déficit comercial significativo (que las importaciones superen con creces las exportaciones) a fin de exportar grandes cantidades de su moneda para que otros la utilicen. Esta perspectiva implica, en gran medida, que el RMB es «ineficaz». Desde esta perspectiva, China tiene un gran superávit comercial, lo que significa que, incluso si utiliza el RMB para pagos y exportaciones, este vuelve al país en cuanto otros países compran productos chinos, lo que limita la cantidad de RMB que tiene en el extranjero. Sin embargo, si China, al igual que Estados Unidos, exporta su moneda mediante un gran déficit comercial, perjudicará su economía, la industria manufacturera y el empleo, una situación que Estados Unidos está reflexionando e intentando abordar. Por lo tanto, esta es una proposición contradictoria.

¿Es la verdad irresoluble? Si analizamos la balanza de pagos de China, si bien la internacionalización del RMB aún se encuentra en sus etapas iniciales, existe un flujo de salida significativo de la cuenta financiera, lo que permite la exportación de moneda nacional. Es decir, mediante la inversión, los préstamos y las transacciones en el mercado financiero, China exporta una gran cantidad de RMB a través de su cuenta financiera. Por otro lado, la tasa de ahorro excesivamente alta de China inevitablemente requiere la exportación de una parte significativa de sus ahorros.

Otra forma de exportar el RMB es mediante swaps de divisas con bancos centrales. China ha establecido swaps de divisas con varios países de mercados emergentes y algunos países desarrollados. Si bien los swaps de divisas son teóricamente bidireccionales, en la práctica suelen ser principalmente unidireccionales, dependiendo de quién necesite liquidez en divisas y quién tenga la capacidad de exportarla. En general, los países con tasas de ahorro superiores a

sus tasas de inversión tienden a convertirse en exportadores de ahorro, como China. Por supuesto, los países con bajas tasas de ahorro, pero con capacidad para imprimir dinero, también tienen esta capacidad. Por ejemplo, Estados Unidos no necesita reservas de divisas porque cuenta con los recursos para imprimir dinero como reserva, por lo que también puede realizar swaps de divisas.

En resumen, esto no significa necesariamente que los países con superávits comerciales no tengan canales para exportar sus monedas y permitir que otros países las utilicen.

La segunda cuestión es si puede proporcionar un activo seguro y estable. Algunos argumentan que, para que otras monedas, incluido el DEG, funcionen como monedas de reserva, deben ser capaces de proporcionar un activo seguro y estable. Este argumento parece razonable. A nivel mundial, los bonos del Tesoro estadounidense parecen ser actualmente el activo seguro más estable, mientras que el FMI no ofrece actualmente activos de deuda denominados en DEG. Sin embargo, creo que este análisis es discutible.

Desde la perspectiva del balance del banco central, la emisión de moneda es un pasivo, no un activo. El banco central debe garantizar el poder adquisitivo nominal de su moneda emitida mediante salvaguardias, compromisos y respaldo institucional. El poder adquisitivo también es una herramienta analítica crucial. Se refiere a si los tenedores pueden usar fácilmente la moneda para comprar bienes físicos, un factor que contribuye a su capacidad de retención. El RMB, por ejemplo, posee un fuerte poder adquisitivo, ya que China es un importante país manufacturero. Incluso productos que no se pueden fabricar en China pueden obtenerse mediante la reexportación de los comerciantes.

Por supuesto, la situación actual, en la que el RMB se utiliza más para la liquidación de transacciones y menos como reserva, se debe a que los compradores extranjeros suelen intercambiar RMB para completar transacciones cuando están

a punto de pagar. No conservan el RMB durante mucho tiempo. Esto demuestra que el RMB, como activo estable y seguro, aún puede presentar defectos que afectarán las decisiones de los tenedores.

En resumen, la preservación y el valor de una moneda de reserva se ven influenciados por tres dimensiones: primero, desde la perspectiva de los pagos, si se puede usar ampliamente para compras; segundo, desde la perspectiva de tenencia e inversión, si corresponde a activos financieros o físicos seguros; y tercero, desde la perspectiva de las transacciones financieras, la moneda utilizada en un gran número de transacciones financieras globales. En general, si bien es importante que una moneda de reserva corresponda a activos estables y seguros, su definición no debe ser demasiado simplista.

La tercera pregunta es cuánta moneda de reserva necesita realmente el mundo. En otras palabras, si alguna moneda, incluido el DEG, reemplazara al dólar estadounidense, ¿qué tan grande debería ser? Por supuesto, existen dos perspectivas diferentes sobre el tamaño del dólar estadounidense. Una es que el volumen de bonos del Tesoro estadounidense en los mercados financieros globales es bastante grande; si se necesitara un reemplazo, el volumen total ascendería a 36 billones de dólares. Esto genera controversia: el gran volumen de bonos del Tesoro estadounidense a nivel mundial se debe en gran medida a la acumulación de deuda pública estadounidense causada por los déficits fiscales, no a la demanda de una moneda de reserva global. Solo una pequeña parte de los activos en dólares estadounidenses representa la demanda de monedas de reserva internacionales. Esta demanda se debe principalmente a la necesidad de garantizar los pagos del comercio internacional y el pago de la deuda internacional. Desde esta perspectiva, la demanda de monedas de reserva no debe calcularse retrospectivamente a partir de las tenencias de activos en dólares estadounidenses en el extranjero. El gran volumen actual de activos en dólares estadounidenses a nivel mundial no se debe en gran medida a la necesidad de una

moneda de reserva, sino que refleja la acumulación de deuda pública estadounidense causada por los déficits fiscales.

El Sr. Shen Liantao publicó una serie de datos en la revista Caixin: En 2007, antes de la crisis financiera mundial, el total de activos en dólares en el extranjero ascendía a 1,2 billones de dólares; para 2024, esta cifra se había disparado a 26,2 billones de dólares. Este aumento durante este período es asombroso. Por lo tanto, si una moneda pretende servir como moneda de reserva, es necesario aclarar si su objetivo es reemplazar las reservas de más de 20 billones de dólares o si realmente cumple con los requisitos originales de una moneda de reserva. Quizás no necesitemos una cantidad astronómica de reservas internacionales, sino más bien centrarnos en la coherencia con el propósito original de una moneda de reserva.

En resumen, el sistema monetario internacional está en constante evolución, impulsado por numerosos factores y presentando nuevas oportunidades. La forma en que lo entendemos, analizamos, evaluamos sus ventajas y desventajas, y tomamos decisiones depende en gran medida del marco analítico que empleamos para examinar las cuestiones. Espero que este artículo despierte su interés y propicie debates más profundos sobre la reforma del sistema monetario internacional, mejorando así nuestro marco analítico y respaldando nuestras decisiones ante los cambios que enfrenta el sistema monetario internacional.

*Este artículo se basa en el discurso de **Zhou Xiaochuan** en el seminario a puertas cerradas del Foro Global de Finanzas PBC 2025 de la Universidad Tsinghua.

Fuente: Tsinghua Financial Review, septiembre de 2025, número 142

