NEW LEFT REVIEW 157

SEGUNDA ÉPOCA

MARZO-ABRIL 2026

EDITORIAL

SUSAN WATKINS — Trump en el exterior — 7

ENTREVISTA

ERVAND ABRAHAMIAN — Irán bajo el fuego militar — 39

ARTÍCULOS

XI RUOCHEN — En busca de buenos libros — 65

ROHANA KUDDUS — El primer año de Prabowo — 99

COSTAS LAPAVITSAS — El imperialismo del dolar — 119

CRÍTICA

TONY WOOD — ¿Una república bolivariana de las letras? — 153

NAUSICAA RENNER — Partido y clase — 167

EMILIE BICKERTON — Godard subterráneo — 181

WWW.NEWLEFTREVIEW.ES

© New Left Review Ltd., 2000

Licencia Creative Commons
Reconocimiento-NoComercial-SinObraDerivada 4.0 Internacional (CC BY-NC-ND 4.0)

MINISTERIO DE CULTURA Y DEPORTE — DIRECCIÓN GENERAL DEL LIBRO Y FOMENTO DE LA LECTURA

SUSCRÍBETE

traficantes de sueños

COSTAS LAPAVITSAS

LA TOPOGRAFÍA DEL NUEVO IMPERIALISMO DEL DOLAR

El problema del imperialismo ha suscitado algunos de los análisis más innovadores y de mayor alcance en el seno de la izquierda[1]. Para Hobson, Hilferding, Lenin, Bujarin y Luxemburg, se trataba en esencia de un fenómeno económico derivado de la organización global de la acumulación, que implicaba la coacción, la explotación y la subordinación de los Estados más débiles. La teorización de Lenin, inspirándose en Hilferding y Hobson, trató el imperialismo como una fase del desarrollo capitalista, definida por la concentración, la fusión del capital y el Estado, y la organización de la rivalidad global a través de grandes grupos monopolísticos[2]. Fundamentalmente, esta explicación insistía en que el imperialismo debía entenderse a través de los mecanismos de acumulación dominantes de su época. La teoría de la dependencia de mediados de siglo XX, de Raúl Prebisch y Celso Furtado a Fernando Henrique Cardoso, André Gunder Frank y Samir Amin, identificó las asimetrías estructurales, que reproducían el dominio del centro y la subordinación de la periferia de la economía-mundo capitalista: los monopolios tecnológicos, las restricciones de la balanza de pagos, las empresas multinacionales como vehículos del poder de mando privado y la internalización de intereses externos en

[1] Gracias a Raven Hart y Verena Gradinger por su ayuda; las discusiones con los colegas de SPARC ayudaron a concretar las ideas; Stathis Kouvelakis hizo observaciones cruciales sobre un borrador inicial y Stergios Skaperdas aportó comentarios clave.

[2] Vladimir Ilich Lenin, *Imperialism, the Latest Stage of Capitalism* [1916], en *Collected Works*, vol. 22, Moscú, 1964; ed.: cast.: *Imperialismo: la fase superior del capitalismo*, Barcelona, 2012.

los Estados subordinados[3]. En la década de 1970, Nicos Poulantzas analizó la integración de las prioridades estadounidenses en los aparatos estatales aliados[4].

Aportaciones más recientes han actualizado el concepto. Leo Panitch y Sam Gindin describieron la hegemonía estadounidense del periodo de posguerra como la integración voluntaria de otros Estados capitalistas en un «imperio informal» gestionado por el Departamento del Tesoro y la Reserva Federal[5]. David Harvey teorizó sobre un «nuevo imperialismo» centrado en la acumulación por desposesión y la articulación de lógicas territoriales y capitalistas del poder[6]. Robert Cox desarrolló una explicación neogramsciana de la hegemonía mundial basada en el consentimiento transnacional[7]. Giovanni Arrighi situó la primacía estadounidense dentro de una secuencia de ciclos sistémicos de acumulación, anticipando un «otoño» financiarizado y finalmente un desplazamiento hacia el este[8]. Otras intervenciones reorientaron la atención hacia la producción y el excedente: John Smith analizó la utilización de los costes laborales diferenciales globales y la superexplotación registrada en el seno de las cadenas de valor transnacionales; Utsa Patnaik y Prabhat Patnaik hicieron hincapié en el intercambio desigual y la dependencia de las materias primas como mecanismos de transferencia de

[3] Véase, por ejemplo, Raúl Prebisch, *The Economic Development of Latin America and Its Principal Problems*, Nueva York, 1950 [ed. cast.: *El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas*, Santiago de Chile, 2012]; Celso Furtado, *The Economic Growth of Brazil: A Survey from Colonial to Modern Times*, Berkeley (CA), 1963 [ed. cast.: *Formación económica del Brasil*, Ciudad de México, 1962]; Fernando Henrique Cardoso y Enzo Faletto, *Dependency and Development in Latin America*, Berkeley, 1979 [ed. cast.: *Dependencia y desarrollo en América Latina*, Ciudad de México, 1978]; Andre Gunder Frank, *Capitalism and Underdevelopment in Latin America*, Nueva York, 1967 [ed. cast.: *Capitalismo y subdesarrollo en América Latina*, Ciudad de México, 1978]; Samir Amin, *Accumulation on a World Scale*, Nueva York, 1974; ed. cast.: *La acumulación a escala mundial: crítica de la teoría del subdesarrollo*, Madrid, 1974.

[4] Nicos Poulantzas, *Classes in Contemporary Capitalism*, Londres, 1975; ed. cast.: *Las clases sociales en el capitalismo actual*, Madrid y Ciudad de México, 1977.

[5] Leo Panitch y Sam Gindin, *The Making of Global Capitalism: The Political Economy of American Empire*, Londres y Nueva York, 2012; ed. cast.: *La construcción del capitalismo global: la economía política del imperio estadounidense*, Madrid, 2015.

[6] David Harvey, *The New Imperialism*, Oxford, 2003; ed. cast.: *El nuevo imperialismo*, Madrid, 2004.

[7] Robert Cox, *Production, Power and World Order: Social Forces in the Making of History*, Nueva York, 1987.

[8] Giovanni Arrighi, *The Long Twentieth Century: Money, Power and the Origins of Our Times*, Londres, 1994 [ed. cast.: *El largo siglo XX*, Madrid, 1999] y *Adam Smith in Beijing: Lineages of the Twenty-First Century*, Londres y Nueva York, 2007; ed. cast.: *Adam Smith en Pekín: orígenes y fundamentos del Siglo XXI*, Madrid, 2007.

excedentes; mientras Michael Hudson rastreó el papel de la deuda y el poder de los acreedores en el mantenimiento de la jerarquía internacional[9]. Este ensayo analizará, en cambio, el imperialismo contemporáneo a través de la primacía del dinero mundial y el poder de los balances de situación: la organización de la producción y del sector financiero global en torno a la liquidez del dólar, el control institucional de los balances de situación de los bancos centrales y la capacidad de Estados Unidos para definir las condiciones en las que los pasivos cuentan como dinero, una arquitectura, cuyo garante último sigue siendo la fuerza militar.

I. EL ALINEAMIENTO DE LOS CAPITALES

El capitalismo contemporáneo se basa en el alineamiento del capital productivo internacionalizado y del capital financiero global, una configuración que se aleja notablemente del capital financiero analizado por Hilferding y los teóricos clásicos del imperialismo. Hilferding sostenía que los bancos dominaban el capital productivo, porque la inversión industrial requería crédito a largo plazo, lo que vinculaba a los bancos con la formación de capital fijo y les confería una influencia decisiva[10]. Hoy en día, ninguno de los dos polos domina al otro, dado que ambos, por el contrario, estructuran conjuntamente la división mundial del trabajo al tiempo que la remodelan continuamente. De alcance global e insaciable en su apetito de lucro, este alineamiento del capital productivo internacionalizado y del capital financiero global moldea la vida económica y redefine continuamente los contornos del centro y la periferia de la economía-mundo capitalista, al tiempo que presupone un mercado mundial en el que la producción y la circulación abarcan múltiples jurisdicciones, que se hallan desprovistas, sin embargo, de toda autoridad política unificada, razón por la cual su reproducción requiere un medio de pago universalmente aceptado, la liquidez y el ajuste de los balances de situación de los bancos centrales, un conjunto de instituciones capaces de operar a escala del mercado mundial, una sólida infraestructura jurídica y el consabido respaldo militar. Junto con el dinero mundial, estos elementos constituyen la matriz del poder imperial contemporáneo.

---

[9] John Smith, *Imperialism in the Twenty-First Century: Globalization, Super-Exploitation and Capitalism's Final Crisis*, Nueva York, 2016; Utsa Patnaik y Prabhat Patnaik, *Capital and Imperialism: Theory, History and the Present*, Nueva York, 2021; Michael Hudson, *Super Imperialism: The Economic Strategy of American Empire* [1972], 2ª ed., Londres, 2003; ed. cast.: *Superimperialismo: La estrategia económica del imperio norteamericano*, Barcelona, 1973.

[10] Rudolf Hilferding, *Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development* [1910], Londres, 1981, pp. 94-96; ed. cast.: *El capital financiero*, Madrid, 1985.

El capital productivo y el capital financiero difieren estructuralmente[11]. El primero está vinculado a condiciones de producción inflexibles, incluidas la existencia de mano de obra cualificada, de capital fijo, de energía, de logística y de los límites físicos del tiempo y la tecnología. El sector financiero organiza la liquidez, la transformación de los vencimientos de las deudas y el crédito bajo una infraestructura institucional y jurídica, que le confiere una elasticidad mucho mayor. Un fondo de cobertura puede gestionar mil millones o un billón de dólares desde las mismas oficinas en Mayfair; una planta de semiconductores no puede duplicar su producción sin años de inversión. La relación entre los requisitos materiales de los servicios financieros y el valor extraído por la intermediación financiera es extraordinariamente laxa, lo cual confiere al sector financiero una autonomía que el capital productivo no puede igualar. Las primas de liquidez, las jerarquías de las garantías, las condiciones de pago y la sensibilidad de los precios de los activos financieros a los tipos de interés surgen de esta autonomía. No reflejan una «deducción rentista» impuesta desde fuera de la producción, sino la consecuencia inherente de la posición del sector financiero en el proceso de acumulación. El sector financiero es necesario para la acumulación y la expansión capitalistas, al tiempo que es capaz de imponer condiciones que divergen de los requisitos de la rentabilidad productiva.

Las dos formas se entrelazan en el mercado mundial: el capital financiero condiciona la liquidez de los circuitos productivos, mientras que el capital productivo proporciona la base material para la generación de beneficios. Esta interrelación es estructural, más que una fusión o una amalgama. La rentabilidad de la producción multinacional es inseparable de la disponibilidad global de financiación, que a su vez depende del régimen de liquidez regido por el dólar[12]. Las rigideces de las cadenas de producción globales son mediadas a través de un sistema financiero elástico, mientras que la interacción entre ambos se articula mediante los mecanismos monetarios mundiales anclados en el Estado hegemónico. La Orbis Database sobre las mayores empresas industriales muestra que sus reservas de tesorería superan con creces su endeudamiento a corto plazo[13]. Las principales

[11] El carácter específico del capital financiero se analiza en Makoto Itoh y Costas Lapavitsas, *Political Economy of Money and Finance*, Londres, 1999, capítulos 3 y 4.
[12] Véase Leonard Seabrooke y Duncan Wigan, «The Governance of Global Wealth Chains», *Review of International Political Economy*, vol. 24, núm. 1, febrero de 2017, sobre las sinergias entre la producción y las finanzas.
[13] Orbis Database, cuya muestra incluye a las quinientas mayores empresas industriales del mundo, seleccionadas según los códigos NAICS Rev2 31-33, clasificadas por volumen de negocio en 2024; cálculos del autor.

corporaciones empresariales cuentan ahora con grandes reservas de liquidez, mientras que el crédito bancario se ha reducido a una herramienta marginal y contingente. La mayor parte del capital circulante y de la inversión proviene de los beneficios retenidos y de la emisión de títulos valores, manteniéndose los préstamos bancarios como respaldo. Sin embargo, estas empresas siguen vinculadas a los bancos para los aspectos fundamentales del manejo del dinero global, incluidos los servicios de depósito seguro, los pagos transfronterizos, los canales de corresponsalía bancaria y el acceso al sistema de pagos denominado en dólares[14]. Los bancos obtienen comisiones y depósitos baratos; las empresas no financieras obtienen una infraestructura monetaria que no pueden recrear. La relación es de interdependencia estructural en el seno de una jerarquía monetaria, no de dominación bancaria.

Cadenas de producción

La producción para el mercado mundial se fragmenta en tareas coordinadas a través de las fronteras mediante cadenas internacionales dominadas por empresas multinacionales[15]. Las transacciones comerciales dentro y entre estas cadenas representan la mayor parte del comercio mundial[16]. Una cadena combina los circuitos de una o más multinacionales con los circuitos de filiales y proveedores independientes. Los vínculos más densos y tecnológicamente complejos se verifican entre las economías centrales de la economía-mundo capitalista; los lazos entre el centro y la periferia de esta son extensos y crecientes, pero siguen siendo secundarios. La geografía de la inversión extranjera directa refleja este patrón: los flujos de entrada de esta en 2023 ascendieron aproximadamente a 1,3 billones de dólares respecto a los cuales las economías en vías de desarrollo acapararon algo menos de la mitad y la mayor parte de

[14] Cornelia Lotte van Wersch, «Statistical Coverage of Trade Finance–Fintechs and Supply Chain Financing», IMF Working Papers, vol. 2019, núm. 165, julio de 2019, estimó que en 2019 hasta el 80 por 100 del comercio mundial dependía del crédito comercial, el cual, a su vez, dependía de los servicios de banca corresponsal para proporcionar garantías y liquidez a los exportadores.

[15] Véase, por ejemplo, Namchul Shin *et al.*, «R&D, Value Chain Location and Firm Performance in the Global Electronics Industry», *Industry and Innovation*, vol. 16, núm. 3, 2009.

[16] Véase UNCTAD, *World Investment Report: Global Value Chains-Investment and Trade for Development*, 2013, que estima que aproximadamente el 80 por 100 del comercio internacional tuvo lugar dentro de redes de producción mundiales coordinadas por grandes multinacionales.

los proyectos de nueva creación se dirigieron a los países desarrollados[17]. El valor total acumulado en el tiempo de la misma todavía está más sesgado: la inversión extranjera directa entrante alcanzó aproximadamente los 49 billones de dólares en 2023, de los cuales las economías desarrolladas han recibido algo más de las tres quintas partes y solo Estados Unidos algo más de la cuarta parte.

La coordinación suele recaer en una multinacional líder que integra a filiales, proveedores, socios y clientes. Las empresas líderes lanzan nuevos productos, configuran el despliegue de la mano de obra, controlan la transferencia de tecnología, gestionan la logística y concentran los beneficios. También manipulan los estándares de precios y las condiciones crediticias para disciplinar a los proveedores, estableciendo las condiciones de crédito comercial y determinando el acceso a la liquidez en los mercados financieros. A través de estos mecanismos, vinculan a proveedores formalmente independientes a la cadena de producción. La empresa coordinadora se encuentra en una posición privilegiada para obtener beneficios: los precios de transferencia desvían los beneficios declarados hacia países cuya presión tributaria es baja; los honorarios por propiedad intelectual y servicios de gestión extraen rentas de los activos intangibles y la deuda interna y los pagos de intereses redirigen los flujos de tesorería en el seno de la estructura corporativa. Las empresas líderes imponen la facturación en dólares en todas sus redes. Durante el periodo 1999-2019, alrededor de las tres cuartas partes de las exportaciones en la región de Asia-Pacífico y casi todas las exportaciones en la región de las Américas se facturaron en dólares; la única excepción importante es Europa, donde domina el euro[18].

La asimetría de poder en el seno de las cadenas de producción se deriva tanto del control sobre la propiedad intelectual, el diseño de productos y el acceso al mercado como del apalancamiento financiero. Las empresas líderes se reservan las tareas de alto valor; las empresas periféricas suelen limitarse a las tareas intensivas en mano de obra y de baja tecnología, que sufren márgenes ajustados, largos ciclos de conversión de los recursos de tesorería, una fuerte exposición al riesgo cambiario y dependencia

[17] Véase UNCTAD, *World Investment Report: Investment Facilitation and Digital Government*, 2024, capítulos 1 y 2; cuadros del anexo sobre inversiones en nuevos proyectos y en otros grandes proyectos caracterizados por grandes necesidades de inversión y un largo periodo de maduración.
[18] Véase Carol Bertaut *et al.*, «The International Role of the US Dollar–2025 Edition», FEDS Notes, 18 de julio de 2025.

de la deuda a corto plazo. El papel del dólar es hacer que estas relaciones dispersas funcionen a escala global, para garantizar, por ejemplo, que las obligaciones denominadas en pesos de un proveedor taiwanés con un subcontratista mexicano puedan liquidarse a través de un sistema que ambos reconozcan como líquido. Aproximadamente la mitad de los pagos transfronterizos gestionados por la red global de comunicación financiera SWIFT se liquidan en dólares, porcentaje que se aproxima al 60 por 100, si se excluyen los flujos verificados dentro de la zona euro; igualmente, alrededor del 55 por 100 de las posiciones acreedoras y el 60 por 100 de las deudas internacionales cotizadas en moneda extranjera se hallan denominadas en dólares[19]. Estas estructuras monetarias superan con creces la cuota estadounidense de la producción mundial.

Las condiciones de liquidez en las que las empresas no financieras gestionan sus existencias, sus cuentas pendientes de cobro y su capacidad de producción vienen determinadas por el capital financiero global. Así, las prácticas de crédito comercial, las condiciones de pago, las normas de descuento, los mecanismos de cobertura y las prácticas de gestión de riesgos imperantes en el seno de las cadenas globales también reflejan las preferencias de los gestores de carteras globales. Las empresas en posiciones periféricas están continuamente expuestas a presiones monetarias y financieras originadas en el centro de estas cadenas globales, aunque su producción física siga siendo nacional. Por encima de todo, la totalidad del ciclo de la cadena productiva se halla afectado de manera crucial por las decisiones de la Reserva Federal sobre los tipos de interés[20]. El gráfico 1 muestra que casi el 60 por 100 de las reservas oficiales siguen denominándose en dólares; el euro no ha logrado plantear realmente un desafío a la moneda estadounidense[21]. El modesto aumento de la cuota de las monedas menores como el yen y la libra sigue estando íntimamente ligado al dominio del dólar. La Reserva

[19] *Ibid.*; véase también Patrick McGuire *et al.*, «International Finance through the Lens of BIS Statistics: The Global Reach of Currencies», *BIS Quarterly Review*, junio de 2024.

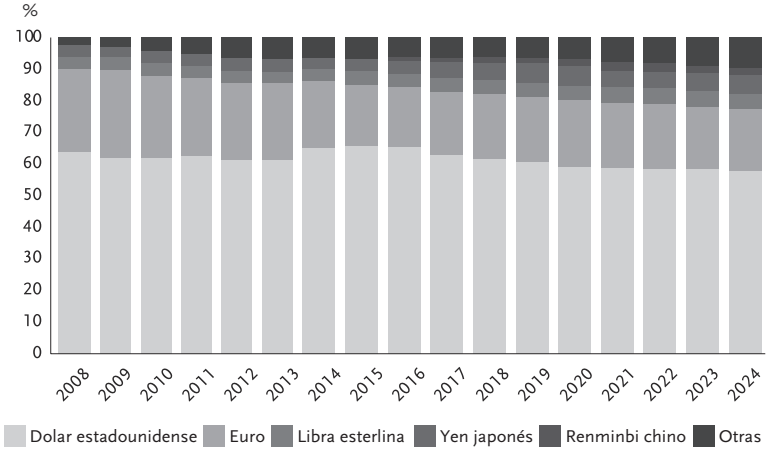
[20] Véase Bryan Hardy *et al.*, «Firm-to-Firm Financial Linkages and Dollar Risk Transmission», NBER Working Paper 31078, marzo de 2023.

[21] Las reservas de oro de los bancos centrales han aumentado en los últimos años, junto con una fuerte subida del precio de mercado de este metal, que sigue funcionando como reserva de último recurso. Pero el oro no es una moneda mundial, ya que no sirve como unidad de cuenta ni como medio de pago, no fija las cadenas de garantías del crédito ni proporciona liquidez elástica en caso de crisis. El recurso al oro indica una cobertura en el seno de un sistema centrado en el dólar, no el surgimiento de un orden monetario alternativo.

Federal, el Departamento del Tesoro estadounidense y la arquitectura legal reguladora de las sanciones, los sistemas de pago y la ejecución de los contratos determinan qué se considera líquido y seguro, quién tiene acceso a la liquidez y cuáles son las condiciones de los ajustes de los balances de situación a través de las fronteras.

La interdependencia de los circuitos productivos y financieros confiere al dólar un enorme poder de influencia. La escasez de dólares se convierte en una palanca directa de poder. Los balances de situación de las quinientas mayores empresas industriales reflejan esta estructura, como se muestra en el cuadro 1, que recoge las restricciones agregadas sobre la financiación de los vencimientos y la liquidez para la parte alta de la distribución empresarial. Las empresas estadounidenses representan el 32 por 100 de la muestra global, pero poseen más de la mitad de toda la deuda a largo plazo y casi el 39 por 100 de los recursos de tesorería totales, al tiempo que dependen poco del crédito a corto plazo. Las empresas chinas, por el contrario, representan más del 20 por 100 de la muestra, pero solo poseen el 6,5 por 100 de la deuda a largo plazo, al tiempo que soportan una proporción desproporcionadamente alta de préstamos a corto plazo. La India y Brasil muestran patrones similares.

Gráfico 1: *Reservas de divisas de los bancos centrales, 2008-2024*



Fuentes: IMF COFER; C. Bertaut *et al.*, «International Role of the USDollar», cit.

CUADRO 1: *Principales empresas industriales, porcentaje de cuota de mercado*

País	*Empresas*	*Volumen de negocio*	*Recursos de tesorería y equivalentes*	*Deuda y préstamos a corto plazo*	*Deuda a largo plazo*
Estados Unidos	32,00	40,73	38,88	27,12	50,61
China	20,60	14,14	19,71	27,30	6,46
Reino Unido	4,00	7,65	5,14	3,79	7,39
Francia	5,40	7,31	9,53	12,64	6,54
Paises bajos	4,00	4,31	5,34	4,11	3,88
India	3,40	3,46	1,48	4,79	2,81
Brasil	2,00	2,27	1,61	1,93	4,36
Suiza	0,80	1,64	1,06	2,02	1,69
Suecia	1,80	1,48	1,.59	1,29	1,02
Irlanda	2,00	1,48	1,13	0,85	1,98
Resto del mundo	24,00	15,52	14,51	14,18	13,27

Fuentes: Orbis Database; cálculos del autor.

Estas son las condiciones de que disponen las empresas que operan bajo un Estado emisor de dinero mundial y las limitaciones a las que se enfrentan aquellas cuyos Estados no lo son. El dinero mundial determina qué balances pueden estabilizarse en momentos de tensión, estableciendo los límites de las estructuras de vencimiento y liquidez viables en tiempos normales. Las empresas que operan bajo un Estado emisor de dinero mundial pueden mantener vencimientos de deuda más largos, mayores reservas de tesorería y una menor dependencia del endeudamiento a corto plazo que las empresas de igual tamaño, cuyos Estados carecen de redes de seguridad monetarias. Estas diferencias reflejan las condiciones estructurales de la financiación, transmitidas a través de los sistemas financieros nacionales y la capacidad del Estado. Los balances de situación de las empresas registran la jerarquía internacional de las monedas como una restricción a la acumulación.

2. LA JERARQUÍA DE LA LIQUIDEZ

A escala nacional, el dinero opera dentro de un orden institucional que contiene el conflicto y garantiza los pagos respectivos. El mercado

mundial no tiene un orden institucional equivalente. No existe un sistema crediticio global, un mecanismo de reasignación internacional ni una autoridad legal unificada. El dinero mundial es la forma económica, que proporciona la conectividad mínima necesaria para el intercambio transfronterizo. Cuando los precios, los salarios o las condiciones crediticias nacionales se desvían de los niveles del mercado mundial, el ajuste nunca es fluido. Las crisis de los tipos de cambio y las crisis de pagos, así como las detenciones bruscas de los flujos de capital, muestran que el ajuste de los balances de situación internacionales no se rige por mercados competitivos, sino por el acceso político al dinero mundial. Este último media no solo las transacciones efectuadas entre empresas privadas, sino también el endeudamiento soberano, la acumulación de reservas y las garantías interestatales; el dinero mundial debe desempeñar funciones que ninguna moneda nacional puede cumplir, sirviendo en jurisdicciones separadas como unidad de cuenta, como medio de pago, liquidando obligaciones tanto entre Estados como entre capitales privados, y como reserva de valor accesible en momentos de crisis. Al operar a través de las fronteras, inevitablemente se involucra en relaciones geopolíticas y se convierte en un instrumento de conflicto. El Estado que emite el dinero mundial no es simplemente un actor que persigue intereses externos, sino la autoridad que garantiza el pago, la liquidez y la capacidad de cobro del capital en busca de inversión a escala global. No es un sustituto de la lógica del capital, sino su administrador a escala del mercado mundial.

Solo el dólar desempeña las funciones de dinero mundial, una posición privilegiada que resulta de la capacidad institucional y coercitiva del Estado estadounidense. El euro, el yen, el franco suizo y la libra sirven como vehículos regionales y reservas secundarias, mientras que las monedas periféricas ocupan posiciones estructuralmente subordinadas, dotadas de bajas primas de liquidez, aceptadas solo con descuento y son menos negociables y menos utilizadas como garantía en los mercados globales[22]. Así pues, los Estados periféricos deben mantener tipos de interés más altos y ofrecer rentabilidades superiores para atraer capital. Dependen de entradas volátiles de capital a corto plazo y suelen

[22] Véase Ewa Karwowski y Engelbert Stockhammer, «Financialization in Emerging Economies: A Systematic Overview and Comparison with Anglo-Saxon Economies», *Economic and Political Studies*, vol. 5, núm. 1, 2017; Annina Kaltenbrunner, «International Financialization and Depreciation: The Brazilian Real in the International Financial Crisis», *Competition & Change*, vol. 14, núms. 3-4, diciembre de 2010.

endeudarse en moneda extranjera —el «pecado original»— e incluso si se endeudan en moneda nacional, el riesgo se traslada a los balances de situación de los prestamistas extranjeros, que conservan el poder de retirarse y desencadenar una crisis[23]. Esta jerarquía se ha configurado históricamente a través de la evolución de la inversión en activos financieros procedentes de mercados extranjeros. El mercado del eurodólar de la década de 1960 abrió el camino a la intermediación *offshore* a gran escala en dólares; el colapso de Bretton Woods y la eliminación de los controles de capital aceleraron los flujos de capital a corto plazo hacia la periferia, impulsados por la rentabilidad. Las crisis de 1997-2001 revelaron la rapidez con la que los flujos de capital podían revertirse, lo cual empujó a las economías periféricas hacia una mayor integración financiera después de 2007-2009. Las monedas periféricas no son meras divisas débiles, sino derechos de cobro subordinados al sistema del dólar, cuya valoración y liquidez están vinculadas a la política monetaria estadounidense y a las carteras de los gestores de activos globales.

El patrón oro del siglo XIX también funcionaba a través del poder hegemónico basado en la preeminencia industrial y comercial británica, el dominio naval del Reino Unido y el alcance global de la City de Londres. Cuando se estableció el orden del dólar en 1945, este se basó en el control estadounidense sobre casi la mitad de la producción industrial mundial, en la existencia de una capacidad productiva abrumadora, en la supremacía tecnológica y en la preeminencia militar de la nueva potencia hegemónica, lo cual permitió a Estados Unidos anclar el comercio mundial a la facturación en dólares, basada en la convertibilidad del oro, y obligar a los bancos centrales aliados a acumular reservas en dólares a través de la arquitectura de Bretton Woods. Cuando la convertibilidad del oro terminó en 1971-1973, la supremacía productiva ya se había erosionado, pero el dominio del dólar persistió y se intensificó a través de la dependencia estructural, ya que el comercio, el sistema financiero global y las reservas mundiales permanecieron encerrados en los circuitos del dólar sostenidos por el poder militar y la inercia institucional, a pesar de la disminución de las cuotas de producción de Estados Unidos.

Lo que distingue al dominio contemporáneo del dólar es esta divergencia: Estados Unidos carece de predominio productivo y comercial, pero

[23] Véase Prasenjit Chakrabarti y Sudipta Sen, «Foreign Currency Borrowing and Risk Exposure of Firms: An Emerging Market Economy Viewpoint», *Journal of Policy Modeling*, vol. 45, núm. 6, noviembre-diciembre de 2023.

persiste en el poder de mando sobre la esfera monetaria a través del control de sus infraestructuras. En 2025 las operaciones de recompra permanentes (*standing repo operations*) de la Fed de Nueva York estaban garantizadas únicamente por letras del Tesoro estadounidense, deuda de las agencias federales y títulos valores hipotecarios respaldados por sus agencias públicas o por la Administración estadounidense (Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae): conviene no olvidar, que solo son admisibles los títulos del gobierno y de las agencias estadounidenses y que los bonos soberanos extranjeros, incluidos los de los países «periféricos» de la zona euro, no lo son[24]. Solo la potencia hegemónica liquida sus obligaciones internacionales con sus propios pasivos; todos los demás actores deben adquirir activos en dólares, gestionar la exposición al dólar y ajustar la actividad interna a la política monetaria estadounidense. Un balance de situación que parezca solvente a escala nacional puede verse gravemente expuesto por mor de determinados pasivos denominados en moneda extranjera, la inflación importada o los requerimientos de garantías denominadas en dólares.

Acceso a líneas de swap

Durante la crisis de 2007-2009 y de nuevo en 2020, la Reserva Federal proporcionó liquidez en dólares a un círculo limitado de bancos centrales. El acceso a las líneas de *swap* estabilizó los balances de situación de los Estados reconocidos, mientras que otros absorbieron el impacto mediante la contracción, el agotamiento de las reservas y unos mayores costes de endeudamiento. Las economías con acceso a estas líneas de *swap* pudieron financiar la expansión fiscal y mantener el crédito; las que carecieron de él se enfrentaron al colapso de la moneda, la fuga de capitales y la austeridad procíclica[25]. La apertura de estas líneas de *swap* se diferenció de los préstamos concedidos para gestionar crisis anteriores por su rapidez y selectividad. En las semanas críticas de marzo a mayo de 2020, los catorce bancos centrales provistos de líneas de *swap* activas con la Fed —cinco con facilidades permanentes e ilimitadas (el BCE, el Banco de Japón, el Banco de Inglaterra, el Banco Nacional Suizo y el Banco de Canadá) y otros nueve con grandes líneas temporales— obtuvieron cientos de miles de millones de dólares, consiguiendo liquidez

[24] Véase Federal Reserve Bank of New York, «Repo and Reverse Repo Agreements», disponible en newyorkfed.org; consultado el 16 de febrero de 2026.
[25] Véase Costas Lapavitsas y ERENSEP, *The State of Capitalism*, Londres y Nueva York, 2023, cap. 6.

casi instantánea para estabilizar sus sistemas financieros[26]. Las principales economías emergentes caracterizadas por tener un elevado pasivo en dólares a corto plazo no tuvieron acceso a estas líneas, sufrieron fuertes depreciaciones monetarias y se vieron obligadas a reducir sus reservas, mientras que sus sectores privados se enfrentaban a una grave escasez de financiación en dólares. Las líneas de *swap* son un medio para definir la pertenencia al régimen de liquidez en dólares. Fuera de este círculo, el autoseguro es la única opción, circunstancia que desvía los recursos nacionales de la política industrial y la inversión pública para acumular reservas de bonos del Tesoro estadounidense de baja rentabilidad. La jerarquía de liquidez reproduce así las desigualdades globales incluso en periodos de aparente calma.

Las sanciones hacen explícitos los fundamentos coercitivos del régimen monetario mundial. La exclusión del sistema SWIFT o la congelación de activos pueden paralizar el sistema financiero de un Estado sin necesidad de emprender ninguna acción militar. Estas medidas operan a través de infraestructuras de pago y liquidación controladas por Estados Unidos. El Departamento del Tesoro y el aparato legal regulador estadounidense hacen cumplir las condiciones en las que se honran las pretensiones de cobro denominadas en dólares a través de las fronteras[27]. Son eficaces, porque la centralidad del dólar permite que los contratos que involucran a distintos países se hagan cumplir o se anulen a través de la jurisdicción legal estadounidense sobre nodos clave de pago, liquidación y custodia. La jerarquía de liquidez y el uso coercitivo de las sanciones completan la arquitectura monetaria a través de la cual el alineamiento del capital productivo y el financiero se convierte en un régimen de dominación imperial.

3. FINANCIARIZACIÓN MODELO II

El dominio del dólar, las instituciones multilaterales y las sanciones han formado parte desde hace mucho tiempo del repertorio imperial, pero hasta 2007-2009 funcionaban dentro de un marco que aún contenía elementos de coordinación consensuada entre los Estados centrales bajo

[26] Véase Mark Choi *et al.*, «The Fed's Central Bank Swap Lines and FIMA Repo Facility», *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, vol. 28, núm. 1, junio de 2022.
[27] Véase Office of Foreign Assets Control, «A Framework for OFAC Compliance Commitments», 2019; disponible en ofac.treasury.gov.

el liderazgo de Estados Unidos. La ruptura de 2007-2009 convirtió estos instrumentos en herramientas manifiestas de imposición de disciplina vía el balance de situación: el paso de la hegemonía con consentimiento a un orden más coercitivo. Las líneas de *swap* se volvieron más explícitamente jerárquicas y las sanciones, sistemáticas y selectivas; las instituciones que antes mediaban en las crisis ahora imponen el ajuste. La crisis supuso una ruptura estructural en la propia financiarización, decisiva para la forma imperial que le siguió. Durante las tres décadas anteriores, la financiarización había implicado una extracción de beneficios financieros centrada en el mercado y arraigada en los balances de situación de los bancos comerciales: la financiarización modelo I. Las instituciones reguladas de captación de depósitos concedían crédito a los hogares, mediaban en los mercados financieros y obtenían beneficios principalmente de los márgenes y comisiones netos de las operaciones interbancarias. El modelo I fusionó la creación de crédito con el endeudamiento de los hogares y el aumento de los volúmenes de las transacciones, convirtiendo al banco comercial en el agente central de la acumulación financiera, aunque la banca en la sombra estaba presente y se mostró activa, especialmente durante la expansión de la burbuja inmobiliaria de 2001-2006.

La respuesta estadounidense a la crisis produjo una nueva configuración: la financiarización modelo II. Esta es la forma financiera del interregno, la contrapartida de la jerarquía monetaria global. La banca en la sombra —intermediarios financieros no bancarios que mantienen carteras de valores negociables y dependen de la financiación mayorista en lugar de los depósitos— surgió como el principal agente privado. La banca en la sombra, un grupo ampliamente diversificado, incluye instituciones que dependen del ahorro «real», como los fondos de pensiones y las compañías de seguros, así como instituciones, que se endeudan en grandes proporciones para obtener valores negociables, como los fondos de cobertura. Para ambos, el Estado y sobre todo el banco central constituyen ahora el mecanismo fundamental, que sustenta la actividad financiera. Aunque la titulización, los productos estructurados y la banca en la sombra se expandieron de forma constante desde la década de 1980, la «financiarización modelo II» se caracteriza por el aseguramiento directo de la financiación basada en el mercado mediante los balances de situación públicos, lo cual ha supuesto un cambio cualitativo respecto a los orígenes de las fuentes del beneficio financiero. Los bancos comerciales obtienen beneficios principalmente del margen de interés

neto, así como de las comisiones generadas por la expansión crediticia y los elevados volúmenes de transacciones. Los bancos en la sombra, por el contrario, son gestores de carteras que adelantan capital para adquirir valores negociables; sus rendimientos provienen de los intereses y dividendos de los valores, así como, y esto es crucial, de las ganancias de capital. De acuerdo con la economía política marxista, los beneficios de los bancos comerciales se derivan del diferencial existente entre los tipos de interés de endeudamiento y de préstamo, mientras que los beneficios de los bancos en la sombra giran en torno al diferencial existente entre la tasa media de beneficio y la tasa media de interés, lo que impulsa las ganancias de capital. Como era de esperar, bajo el segundo modelo de financiarización, la inflación de los precios bursátiles se ha convertido en el canal preeminente de la acumulación financiera.

Desde mediados de la década de 1970 hasta 2007-2009, los beneficios de los bancos estadounidenses aumentaron considerablemente en comparación con los de las empresas no financieras, alcanzando un máximo cercano al 40 por 100 del total a mediados de la década de 2000[28]. En la década de 1980 y principios de la de 1990, la rentabilidad financiera se basaba en los márgenes de interés netos, ya que la desregulación había permitido una rápida expansión de los balances de situación; cuando los márgenes se redujeron a partir de principios de la década de 1990, los bancos se orientaron hacia los ingresos no relacionados con los intereses —tasas, comisiones, beneficios por operaciones bursátiles, titulización— y la deuda de los hogares, convirtiendo la vivienda en un terreno privilegiado de extracción. En 2007 la deuda de los hogares había alcanzado niveles sin precedentes en tiempos de paz en Estados Unidos y otras economías centrales. A partir de 2009 el endeudamiento de los hogares disminuyó y se mantuvo moderado durante más de una década, mientras la deuda de las empresas se estancaba en relación con el PIB antes de aumentar tan solo moderadamente. Los márgenes de interés netos comprimidos, la regulación decretada tras la crisis y los débiles volúmenes de transacciones limitaron la rentabilidad de los bancos comerciales: el primer modelo de financiarización se había agotado.

Pero a medida que la expansión de la deuda privada se tambaleaba, la deuda pública estadounidense se disparó desde aproximadamente el 60

[28] Véase Costas Lapavitsas e Iván Mendieta-Muñoz, «The Historic Rise of Financial Profits in the US Economy», *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 42, núm. 3, 2019, tabla 7.

por 100 del PIB hasta superar el 100 por 100 del mismo entre 2007 y 2025. Los tipos de interés oficiales se mantuvieron cerca de cero durante más de una década, mientras la Reserva Federal implementaba oleadas de flexibilización cuantitativa, absorbiendo valores públicos y privados a una escala hasta entonces inimaginable e hipertrofiando en consecuencia su propio balance de situación. La política monetaria se convirtió en el principal instrumento de estabilización. Mientras que el modelo I se basaba en la creación de deuda privada, el modelo II se sustenta en la acumulación de deuda pública y en las compras de activos a gran escala por parte de los bancos centrales. Este es el andamiaje financiero del interregno. En este nuevo régimen, la presión reguladora y la búsqueda de rentabilidad favorecen la banca en la sombra, que se ha expandido a gran escala. A principios de la década de 2020, el amplio sector de la intermediación financiera no bancaria representaba casi la mitad de los activos financieros mundiales y había crecido más del 100 por 100 respecto a 2009[29]. La concentración de la propiedad también se intensificó enormemente[30]. Los tres mayores gestores de fondos mundiales —BlackRock, Vanguard y State Street— casi cuadruplicaron su participación combinada en las empresas del S&P 500, que pasó de alrededor del 6 a más del 20 por 100 entre 2008 y 2025, convirtiéndose en propietarios universales, cuyas comisiones de gestión aumentan inexorablemente con la inflación de los precios de los activos.

La disciplina de los índices

Los gestores de activos son el mecanismo de transmisión de gobierno corporativo en este modelo II. Sus ingresos dependen del valor de los activos que gestionan más que del comportamiento de las empresas, lo que les obliga a garantizar las condiciones para que se verifique la revalorización de los precios de los mismos, esto es, la existencia de mercados de deuda pública profundos y líquidos, la existencia de títulos denominados en dólares como garantía y el respaldo de la Reserva Federal. Los gestores de activos interactúan directamente con la dirección de las empresas, pero también operan a través de mecanismos basados en el

[29] Véase Financial Stability Board, *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation*, 16 de diciembre de 2024.

[30] Véase Jan Fichtner *et al.*, «Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-concentration of Corporate Ownership and New Financial Risk», *Business and Politics*, vol. 19, núm. 2, junio de 2017; Lucian Bebchuk y Scott Hirst, «Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence and Policy», NBER Working Paper 26543, diciembre de 2019.

mercado, como son los índices —«índices de referencia»— que determinan la gama de valores que deben mantener los fondos de inversión. Las empresas no financieras deben adoptar políticas que garanticen una alta rentabilidad para los accionistas, mantener unos niveles de endeudamiento que les permitan seguir reuniendo los requisitos para su inclusión en los principales índices y adoptar prácticas de gobernanza que satisfagan a quienes los elaboran. Las empresas que se desvían de las prácticas exigidas se enfrentan a unos costes de financiación cada vez mayores y pierden el acceso a la financiación a escala global. Durante el modelo I del régimen de financiarización, los bancos disciplinaban a las empresas a través de las relaciones crediticias, aunque el aumento constante del sector financiero regido por el mercado había atenuado esa disciplina en comparación con periodos precedentes. En cambio, el régimen de financiarización modelo II opera en gran medida a través de mecanismos impersonales tipificados por los índices. Este vector disciplinario adquiere una dimensión global, sobre todo porque los mecanismos impersonales tienden a estar basados en el dólar. El capitalismo de gestión de activos puede operar a través de las fronteras sin recurrir a la ocupación territorial ni a la administración colonial y constituye un mecanismo fundamental del imperialismo basado en los balances de situación.

No existe un antagonismo estructural entre la banca comercial y la banca en la sombra: la primera es la principal prestamista de la segunda y, a menudo, participa directamente en su creación. Pero la banca en la sombra tiene mecanismos de beneficio y relaciones con el Estado diferentes. Prospera gracias al alza de los precios bursátiles y financia sus compras de valores pignorando títulos como garantía en los mercados de repos; por lo tanto, su liquidez depende de la disponibilidad y la aceptabilidad de los títulos públicos como garantía de referencia. Los bancos centrales, a través de la flexibilización cuantitativa y la política de garantías, se han convertido en los árbitros decisivos de esa aceptabilidad y, en la práctica, se han transformado en los intermediarios en última instancia para todo este sistema bancario en la sombra. La explosión del sector financiero en la sombra tras la crisis de 2008 se basa directamente en el mecanismo de liquidez y garantías erigido por el complejo Departamento del Tesoro-Reserva Federal, lo cual supone un cambio cualitativo. En lugar de limitarse a regular a los bancos, la Reserva Federal ha orquestado una reconfiguración del sistema financiero, posicionando su propio balance de situación como eje central del sector financiero basado en el mercado.

Al determinar qué valores son aptos como garantía y cuáles no, dirige la jerarquía del crédito global.

El modelo II no es una evolución espontánea del mercado, sino una estabilización del capital financiero dirigida por el Estado, que asegura que la liquidez requerida por la producción global permanezca anclada en el dólar. Como ha señalado un funcionario del BIS, el núcleo del sector financiero global se ha alejado de manera decisiva de la intermediación centrada en los bancos vigente durante el periodo previo a 2007 en pro de un régimen basado en el mercado, en el que los fondos de inversión apalancados y otros intermediarios financieros no bancarios determinan la fijación de precios y la distribución del crédito soberano a través de los mercados de repos, las garantías y los mercados de *swaps* de divisas denominados en dólares[31]. Esto ha creado un nuevo nexo entre bancos, banca en la sombra y Estados, de tal manera que incluso los países desarrollados se enfrentan a picos en los costes de financiación y a recurrentes restricciones de liquidez en dólares debido a la acumulación de deuda pública por parte de instituciones en la sombra dependientes de la financiación a corto plazo. La presión solo se alivia gracias a las líneas de *swap* y a los mecanismos de emergencia de la Reserva Federal. Los bonos del Tesoro estadounidenses y el balance de situación de la Reserva Federal constituyen conjuntamente el ancla de la infraestructura de garantías y liquidez de los mercados globales. El dominio del dólar persiste no gracias a la competitividad de las empresas financieras estadounidenses, sino a la capacidad de la potencia hegemónica para dictar las condiciones de liquidez a través de sus fronteras.

4. FINANCIARIZACIÓN SUBORDINADA

La financiarización subordinada de los países periféricos de la economía-mundo capitalista es la contrapartida de la financiarización característica de los países del centro de la misma, resultado de los procesos mediante los cuales los flujos de capital, originados en gran medida en los sistemas financieros de las economías del centro e impulsados por decisiones de cartera de inversión vinculadas a la política monetaria central, integran a las economías periféricas como lugares

[31] Véase Pablo Hernández de Cos, «Fiscal Threats in a Changing Global Financial System», conferencia en la London School of Economics, 27 de noviembre de 2025; disponible en bis.org.

de valorización. A pesar de la creciente participación de los mercados emergentes en la producción mundial, los flujos de capital siguen estando muy concentrados en el núcleo de la economía-mundo capitalista: solo Estados Unidos capturó hacia su economía el 41 por 100 de los flujos financieros mundiales brutos en 2022-2023, casi el doble de la proporción registrada apenas cinco años antes[32]. La financiarización subordinada surge cuando las economías periféricas se insertan en estos circuitos como nodos dependientes. Sus sistemas financieros nacionales se transforman por los flujos de capital prestable, quedando su reproducción estructuralmente ligada a las condiciones de liquidez determinadas en los Estados del centro de la economía-mundo capitalista. La financiarización subordinada opera a través de mecanismos que transfieren recursos de la periferia al centro, al tiempo que intensifican la inestabilidad en las economías subordinadas[33]. No se trata de una versión retardada o incompleta de la financiarización característica de los países del centro de la economía-mundo capitalista, sino de un modo distinto, configurado por las posiciones periféricas ocupadas en la producción y el sector financiero globales.

Un mecanismo central que vincula la cadena de producción y la subordinación financiera opera a través del balance de situación. Las posiciones subordinadas en las cadenas globales generan dependencias de liquidez en dólares. Los proveedores se enfrentan a plazos de pago prolongados impuestos por las empresas líderes del sector, como sucede con las facturas cuyo cobro se produce a sesenta o noventa días, mientras los costes salariales y de insumos son de pago inmediato, lo que requiere una financiación continua del capital circulante. La facturación en dólares crea una exposición ligada al tipo de cambio independiente de las ventas

[32] Véase Cian Allen y Rudolfs Bems, «Emerging Markets Show Resilience Despite Global Monetary Tightening», blog del FMI, 12 de julio de 2024.

[33] Véase, por ejemplo, Joachim Becker *et al.*, «Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective», *Competition & Change*, vol. 14, núms. 3-4, diciembre de 2010; Jeff Powell, «Subordinate Financialization–A Study of Mexico and Its Non-Financial Corporations», tesis doctoral inédita, SOAS, 2013; Bruno Bonizzi *et al.*, «Subordinate Financialization in Emerging Capitalist Economies», Greenwich Papers in Political Economy, 2019; Annina Kaltenbrunner y Juan Pablo Painceira, «Subordinated Financial Integration and Financialization in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience», *New Political Economy*, vol. 23, núm. 3, 2018; Costas Lapavitsas y Aylin Soydan, «Financialization in Developing Countries: Approaches, Concepts and Metrics», *International Review of Applied Economics*, vol. 36, núm. 3, 2022; Ilias Alami *et al.*, «International Financial Subordination: A Critical Research Agenda», *Review of International Political Economy*, vol. 30, núm. 4, 2023.

finales, mientras que la subordinación tecnológica genera obligaciones periódicas denominadas en dólares ligadas al pago de las licencias, los componentes importados y los servicios técnicos. Los proveedores periféricos suelen ser incapaces de financiar estos desajustes mediante los beneficios retenidos, ya que sus márgenes están muy comprimidos, o de hacerlo recurriendo únicamente al endeudamiento en su propia moneda, dados los costes prohibitivos de los altos tipos de interés vigentes en sus países, lo cual les empuja hacia el crédito denominado en dólares al que acceden a través de las redes bancarias de las principales empresas de los respectivos sectores o a través de bancos locales, que dependen de la financiación en moneda extranjera. El circuito productivo incorpora, pues, directamente pasivos en dólares en los requisitos de participación en la cadena de producción. Estas dependencias a escala de las empresas individuales se agregan y producen presiones macroeconómicas sobre la balanza de pagos. La integración en la cadena de producción provoca, así, desajustes cambiarios sistemáticos en el respectivo sector empresarial, implica salidas regulares de dólares en concepto de los pagos derivados de las correspondientes relaciones tecnológicas, promueve la repatriación de los beneficios y genera necesidades de financiación externa que superan los resultados comerciales.

El régimen de financiarización subordinada surge como la respuesta necesaria para estabilizar una economía, cuya integración productiva se basa en balances de situación denominados en dólares: sin este, las obligaciones denominadas en dólares del sector empresarial producirían crisis de pagos recurrentes; con este, el Estado absorbe los costes de ajuste. Los bancos centrales periféricos, a diferencia de los del centro de la economía-mundo capitalista, no pueden expandir libremente sus balances de situación, realizar compras de activos a gran escala ni respaldar a la banca en la sombra. El margen de maniobra de sus políticas está determinado por el tipo de cambio y la amenaza constante de la fuga de capitales. Estos bancos se ven obligados a acumular grandes reservas de divisas, predominantemente en dólares, a adoptar objetivos de control de la inflación y a mantener los tipos de interés oficiales altos no porque las condiciones internas de sus países lo exijan, sino porque este marco indica el compromiso de ofrecer rentabilidades capaces de compensar la baja liquidez de su moneda. La acumulación de reservas funciona como un autoseguro contra la inestabilidad, pero estas tenencias de activos procedentes de los países del centro de la economía-mundo capitalista generan bajas rentabilidades mientras que los costes de la financiación

internas siguen siendo elevados. Los recursos que podrían financiar el desarrollo quedan así inmovilizados, hecho que provoca una transferencia continua de riqueza de la periferia al centro de la economía-mundo capitalista impuesta por la jerarquía monetaria mundial, una transferencia estructural reflejada en el gráfico 1, donde se constata que el autoseguro periférico sustenta la liquidez del orden del dólar. Para neutralizar el impacto inflacionario de la acumulación de reservas y, al mismo tiempo, mantener los tipos de interés nacionales atractivos para los inversores extranjeros, los bancos centrales periféricos «esterilizan» las entradas de capital mediante la emisión de deuda interna. Estas operaciones proporcionan a los bancos locales valores públicos líquidos, lo que acelera la financiarización interna y la del propio Estado.

El tributo de liquidez

Los cálculos realizados con datos del BIS muestran, que en octubre de 2025 el tipo de interés oficial medio en los principales países en vías de desarrollo (Brasil, la India, Indonesia, México y Sudáfrica) se situaba 4 puntos porcentuales por encima del tipo de la Reserva Federal. Esta diferencia no es una recompensa normal por el riesgo, sino un gravamen estructural impuesto por la propia jerarquía monetaria; una forma de tributo de liquidez. Los altos tipos de interés nacionales frenan la inversión productiva y empujan a las grandes empresas a endeudarse en el extranjero, donde la financiación es más barata, mientras obtienen ingresos principalmente en moneda nacional, lo que agrava los desajustes cambiarios y fortalece el control de la financiación externa[34]. Estos desajustes las hacen vulnerables a las suspensiones repentinas de los flujos de capital y a las caídas violentas de los tipos de cambio[35]. Los altos tipos de interés y las entradas de capital que atraen suelen generar una sobrevaloración del tipo de cambio, lo que aumenta las rentabilidades financieras y reduce el coste de los bienes de capital importados, pero erosiona la rentabilidad de los productores orientados al mercado interno y debilita el sector de bienes comercializados internacionalmente. La competitividad industrial resulta socavada, mientras que la dependencia de la continua financiación extranjera crece a medida que

[34] Véase Michael Pettis, *The Volatility Machine: Emerging Economies and the Threat of Financial Collapse*, Oxford, 2001, pp. 91-145; ed. cast.: *La máquina de la volatilidad: mercados emergentes y la amenaza del colapso financiero*, Barcelona, 2003.

[35] Véase B. Hardy *et al.*, «Firm-to-Firm Financial Linkages and Dollar Risk Transmission», cit.

se amplían los déficits por cuenta corriente y los patrones de consumo se adaptan de forma que afianzan la dependencia del capital externo.

La financiarización subordinada reproduce posiciones de clase diferenciadas: las grandes empresas nacionales, a menudo vinculadas a multinacionales y con acceso al crédito en moneda extranjera y a los mercados financieros nacionales, se benefician de los diferenciales de los tipos de interés característicos de la posición periférica. Obtienen préstamos baratos en moneda extranjera y reinvierten en activos nacionales de alta rentabilidad, captando el diferencial; este es el *carry trade* básico[36]. Los intermediarios financieros obtienen igualmente beneficios de las operaciones de esterilización y la negociación de deuda pública. Estas fracciones del capital conforman un bloque nacional, cuya acumulación depende de la integración continua en los circuitos financieros globales, incluso cuando esto restringe el espacio de desarrollo nacional. Constituyen la base social, que propugna la apertura de la cuenta de capital, el cumplimiento de los objetivos de inflación y la acumulación sostenida de reservas. Las clases medias se acostumbran a un consumo propiciado por las continuas entradas de capital. El tipo de cambio se convierte tanto en un mecanismo de clase como en una variable económica.

Los balances de situación de los bancos centrales actúan como conductos de los ciclos de liquidez global, esto es, de los movimientos conjuntos de los flujos de capital, los precios de los activos, el crédito y el apalancamiento a través de economías periféricas, impulsados principalmente por la política de la Reserva Federal[37]. La flexibilización de la Fed aumenta la liquidez global y dirige los flujos hacia la periferia; el endurecimiento de su política monetaria invierte el proceso, provocando suspensiones bruscas en los flujos de capital. La literatura dominante describe estos fenómenos como el «ciclo financiero global», un término que oculta la función de la política monetaria estadounidense como mecanismo

[36] Véase Ismail Ertürk, «Governance or Financialization: The Turkish Case», *Competition & Change*, vol. 7, núm. 4, 2003; Firat Demir, «Capital Market Imperfections and Financialization of Real Sectors in Emerging Markets: Private Investment and Cash Flow Relationship Revisited», *World Development*, vol. 37, núm. 5, 2009; Daniela Gabor, «(De)Financialization and Crisis in Eastern Europe», *Competition & Change*, vol. 14, núms. 3-4, diciembre de 2010.

[37] Véase Juan Pablo Painceira y Aninna Kaltenbrunner, «New Forms of External Vulnerability: Brazil in the Global Financial Crisis», Research on Money and Finance Discussion Papers 15, 2009; Hélène Rey, «Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence», NBER Working Paper 21162, mayo de 2015.

disciplinario, mediada por las carteras de capital en busca de inversión. Mientras que el Estado hegemónico conserva una amplia autonomía monetaria, fijando los tipos de interés oficiales de acuerdo con sus condiciones domésticas y emitiendo pasivos que funcionan como liquidez global, los tipos de interés oficiales de los países periféricos deben incorporar primas de liquidez por encima del tipo de los fondos federales estadounidenses, dado que en caso de no hacerlo se reducen sus opciones por la amenaza de las consabidas salidas de capital.

La subordinación en un ámbito intensifica la subordinación en el otro: las empresas no financieras de la periferia se incorporan a las cadenas de producción globales como proveedores de las principales multinacionales, ocupando posiciones caracterizadas por los ciclos prolongados de conversión en recursos monetarios de su producción, por la exposición al riesgo cambiario y por la dependencia de la deuda a corto plazo. Las grandes empresas periféricas acceden a la financiación extranjera para financiar el capital circulante, cubrir el riesgo cambiario y estabilizar sus operaciones y, cada vez más, ellas también destinan fondos a la inversión en activos financieros en vez de invertirlos en la expansión productiva[38]. Este cambio refleja tanto la mayor rentabilidad de la inversión financiera nacional en un contexto de tipos de interés elevados como las limitaciones estructurales de la inversión productiva, entre las que se incluyen la sobrevaloración del tipo de cambio, la demanda moderada y los márgenes reducidos impuestos por las posiciones subordinadas en las cadenas de producción. Los balances de situación de las empresas periféricas se incorporan estructuralmente al sistema del dólar como amortiguadores y como canales de inversión; sin esta capa, el alineamiento fundamental de los capitales no podría funcionar a la escala que lo hace actualmente y el dominio imperial sobre el mercado mundial carecería de estas palancas esenciales basadas en el comportamiento de los balances de situación de estas empresas.

[38] Véase Eliane Araújo *et al.*, «Financialization against Industrialization: A Regulationist Approach of the Brazilian Paradox», *Revue de la régulation: Capitalisme, institutions, pouvoirs*, vol. 11, primer semestre, primavera de 2012; Alan Cibils y Cecilia Allami, «Financialization vs Development Finance: The Case of the Post-Crisis Argentine Banking System», *Revue de la régulation: Capitalisme, institutions, pouvoirs*, vol. 13, primer semestre, primavera de 2013; Kucuk Ali Akkemik y Şükrü Özen, «Macroeconomic and Institutional Determinants of Financialization of Non-Financial Firms: Case Study of Turkey», *Socio-Economic Review*, vol. 12, núm. 1, enero de 2014.

5. EL APARATO IMPERIAL

La jerarquía sostenida por el dinero mundial y la financiarización subordinada presupone un aparato más amplio, que rige la producción, el comercio, la inversión y la tecnología a través de las fronteras y que abarca los regímenes de propiedad intelectual, las normas técnicas, las cadenas logísticas y las reglas de acceso al mercado. La jerarquía del dólar asigna liquidez e impone ajustes, pero solo funciona dentro de este marco más amplio. Ni el capital productivo ni el capital financiero pueden reproducirse internacionalmente sin normas vinculantes e infraestructuras colaterales, respaldadas por una autoridad coercitiva. Las cadenas de producción requieren condiciones de entrada exigibles, mientras que los circuitos financieros requieren estructuras monetarias y jurídicas, que garanticen la liquidez y los pagos transfronterizos. La internacionalización del capital productivo depende de las normas de inversión, de la transferencia de tecnología, de los suministros y de la fijación de precios intraempresariales. El alcance global del capital financiero depende de las infraestructuras de pago, de las normas de garantía y de los mecanismos de respaldo de la liquidez. Tanto el capital productivo como el capital financiero dependen en fin de marcos jurídicos que sirven a sus intereses más profundos, pero sus requisitos son distintos: la OMC y el Acuerdo sobre los Aspectos de los Derechos de Propiedad Intelectual relacionados con el Comercio (ADPIC) sirven a las cadenas de producción, mientras que el SWIFT y las líneas de *swap* de divisas sirven a los circuitos financieros. Sin embargo, ambos deben coordinarse, siendo el poder monetario mundial fundamental para lograr esta coordinación. El Estado que emite el dólar controla tanto los términos de poder de la cadena de producción como la infraestructura de la compensación financiera.

La hegemonía estadounidense posterior a 1945 se basó en una combinación de dinero mundial basado en el dólar bajo el sistema de Bretton Woods y de dominio productivo, que rozaba aproximadamente la mitad de la producción industrial mundial en 1945. Esta cuota se redujo a poco más del 10 por 100 a finales de la década de 2010, mientras que el predominio monetario solo ha descendido ligeramente por debajo del 60 por 100: esta es la paradoja central del imperialismo contemporáneo. Las multinacionales estadounidenses del periodo de posguerra reorganizaron la producción mundial a través de sus filiales integradas verticalmente y de las primeras cadenas de producción modernas, mientras que la desregulación financiera posterior a la década de 1980 situó a

las instituciones estadounidenses en el centro de los mercados internacionales de endeudamiento y títulos bursátiles. Los cálculos realizados con los Indicadores de Liquidez Global del BIS (segundo trimestre de 2025) muestran que los activos financieros transfronterizos pasaron de representar aproximadamente el 35 por 100 del PIB mundial en 1970 a más del 410 por 100 en 2007, manteniéndose en torno al 385 por 100 en 2025. La base material de la hegemonía estadounidense pasó así de la fortaleza industrial nacional a la capacidad de establecer y hacer cumplir los marcos institucionales, que organizan a escala mundial la producción, el funcionamiento de los sectores financieros y el dinero global.

La crisis de 2007-2009 propició el surgimiento de una nueva estructura hegemónica en la que el dominio se hizo más evidente. La autoridad financiera y monetaria genera ahora una forma de poder imperial que se basa menos en el acuerdo mutuo y más en la capacidad unilateral de imponer ajustes en los balances de situación. El cuadro 2 muestra que los países con acceso directo a las líneas de *swap* de la Reserva Federal suelen tener importantes vínculos políticos y comerciales con Estados Unidos. Las monedas de algunos de estos países han incrementado su cuota en las reservas mundiales, pero en la práctica no son más que sustitutos del dólar que dependen de las líneas de *swap*. Los inversores oficiales y privados extranjeros poseen ahora títulos del Tesoro de Estados Unidos por valor de aproximadamente 9 billones de dólares, alrededor de un tercio de las existencias de títulos negociables; mientras tanto, los balances de situación de los bancos centrales de todo el mundo están repletos de deuda pública estadounidense[39]. Estados Unidos se endeuda contundentemente y mantiene la liquidez de los activos financieros que emite gracias al dominio del dólar. Más allá de la Reserva Federal, instituciones financieras internacionales como el FMI, el Banco Mundial y el BIS ayudan a regular las relaciones monetarias y a asignar liquidez en caso de crisis. Instituciones comerciales, como la OMC y el ADPIC, codifican las normas para las cadenas de producción y salvaguardan los beneficios de las empresas líderes. Los organismos reguladores, entre ellos la International Organization of Securities Commissions (IOSCO) y el Financial Action Task Force (FATF), establecen protocolos vinculantes para los sistemas de pago, la admisibilidad de las garantías y las normas contables. Estas organizaciones integran la organización imperante de la producción, del sector financiero y del dinero en las rutinas operativas de los Estados subordinados.

[39] Departamento del Tesoro, *Foreign Portfolio Holdings of US Securities*, abril de 2025.

Cuadro 2: *Vínculos internacionales de bancos centrales, de comercio y políticos con Estados Unidos*

Banco central	*Límite de la línea de swap de la Reserva Federal (2021, millardos de dólares)*	*Cuota porcentual de las importaciones estadounidenses (2021)*	*Cuota porcentual de las exportaciones estadounidenses (2021)*	*Cuota porcentual del personal militar estadounidense en el extranjero (2025) Banco central*
Bancon de Japón	Ilimitado	4,52	3,79	35,06
Banco Central Europeo	Ilimitado	14,66	12,62	34,8
Banco de Inglaterra	Ilimitado	1,89	3,13	6,55
Banco de Canadá	Ilimitado	11,99	15,7	0,1
Banco Nacional Suizo	Ilimitado	2,13	1,2	0,01
Banco de Korea	60	3,19	3,34	15,46
Banco de la Reserva de Australia	60	0,42	1,34	0,2
Autoridad Monetaria de Singapur	60	0,99	1,79	0,17
Banco de Mexico	60	12,84	14,06	0,06
Banco Central de Brasil	60	1,05	2,38	0,04
Riksbank de Suecia	60	0,5	0,27	0,01
Banco de Noruega	30	0,23	0,2	0,05
Banco de Dinamarca	30	0,41	0,18	0,01
Banco de la Reserva de Nueva Zelanda	30	0,17	0,19	0,01
Total		54,99	60,19	92,53

Fuentes: Federal Reserve Bank of New York, *Open Market Operations During 2021*; US Census Bureau, US Trade in Goods by Country (cálculos del autor); Defense Manpower Data Center Workforce Reports (cálculos del autor).

Como ha demostrado Katharina Pistor, el capitalismo contemporáneo se basa en la «codificación» jurídica del capital a través del derecho contractual, los derechos de propiedad, las normas sobre garantías, los procedimientos de quiebra y las doctrinas de derecho internacional privado, que permiten que la propiedad de los activos conserve su prioridad, durabilidad y exigibilidad más allá de las fronteras[40]. Estas técnicas jurídicas se incorporan habitualmente en los contratos financieros y comerciales transfronterizos, que establecen de manera abrumadora

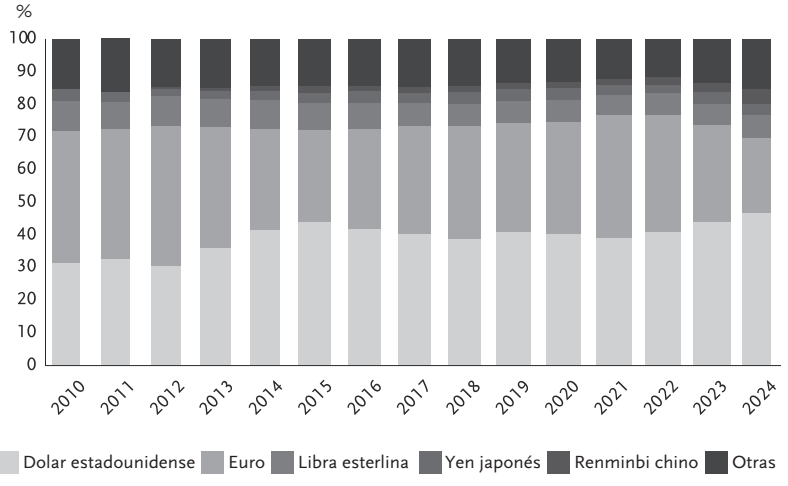
[40] Katharina Pistor, *The Code of Capital: How the Law Creates Wealth and Inequality*, Princeton (NJ), 2019; ed. cast.: *El código del capital: cómo la ley crea riqueza y desigualdad*, Madrid, 2022.

la legislación de Nueva York o la inglesa como jurisdicción aplicable. El resultado es la reproducción de un espacio jurídico transnacional en el que ciertos ordenamientos jurídicos nacionales funcionan como derecho global *de facto*. Esta codificación jurídica es parte integral del funcionamiento del dinero mundial. Los créditos denominados en dólares derivan su aceptabilidad global no solo de la provisión de liquidez de la Reserva Federal, sino de la certeza de que pueden ejecutarse, reestructurarse o embargarse dentro de sistemas jurídicos alineados con el Estado hegemónico. Los regímenes de comercio e inversión, como la OMC y el ADPIC, contribuyen a estabilizar las cadenas de producción, mientras que el derecho privado rige la emisión de títulos bursátiles, las operaciones de recompra (*repo*), los derivados, la custodia de activos y la valoración de garantías. En conjunto, estos mecanismos permiten que el dólar funcione como moneda mundial al garantizar que los créditos denominados en tal divisa estén legalmente protegidos en todas las jurisdicciones. El dominio del dinero mundial se basa en la capacidad de universalizar formas jurídicas particulares sin una autoridad política universal.

Un estrato paralelo de normas rige el registro y la tributación de los beneficios multinacionales. Las directrices de la OCDE permiten la fijación de precios intraempresariales y los flujos de *royalties*, que desplazan el valor hacia jurisdicciones de baja tributación alineadas con los países del centro de la economía-mundo capitalista, erosionando sistemáticamente la capacidad fiscal. La tributación no es una prerrogativa nacional, sino un mecanismo estructural que redirige el excedente de las cadenas de producción fragmentadas hacia los países del centro monetario y financiero de la economía-mundo capitalista. Los sistemas de pago y de mensajería bancaria son otro componente integral del orden del dólar: redes como SWIFT permiten la compensación entre bancos con actividad internacional, pero también los canales de corresponsalía bancaria y otros sistemas de compensación basados en el dólar dominan las transacciones transfronterizas. El predominio del dólar en estos mecanismos se ha hecho cada vez más notable desde 2007-2009, como muestra el gráfico 2. Muchos de estos canales están sujetos a la jurisdicción estadounidense o se encuentran bajo el alcance del Departamento del Tesoro de Estados Unidos y de la Reserva Federal. La exclusión de ellos puede paralizar la capacidad de un Estado para participar en los sistemas de pago internacionales.

Estos estratos institucionales se entrelazan: la liberalización de la cuenta de capital permite flujos de cartera que financian el capital circulante en las cadenas de producción; la facturación en dólares genera flujos de pago canalizados a través de sistemas de compensación controlados por la potencia hegemónica; la acumulación de reservas recicla los fondos periféricos hacia los mercados de deuda de los países centrales de la economía-mundo capitalista. El aparato convierte la capacidad hegemónica en una necesidad operativa en cada punto donde los capitales cruzan las fronteras. El Estado imperial no se limita a «gestionar» instituciones como el FMI o SWIFT, sino que despliega su control sobre la conectividad que estas proporcionan como un arma. Al condicionar el acceso a estas infraestructuras, impone la disciplina basada en los balances de situación en toda la periferia, asegurándose de que se cumplan los requisitos de alineamiento incluso en momentos de crisis sistémica, así como de que los riesgos de la acumulación global se redistribuyan hacia los niveles subordinados de la jerarquía.

Gráfico 2: Cuota de las principales divisas en los pagos internacionales, 2010-2024



Fuente: Reserva Federal, «The International Role of the US Dollar–2025 Edition», gráfico 8.

La UE y Japón ilustran la posición de los productores establecidos dentro del orden imperial. Ambos poseen multinacionales competitivas a escala

mundial, una elevada capacidad industrial y tecnológica y un cierto grado de influencia regional. Sin embargo, ninguno de ambos actores emite un verdadero dinero mundial, ni controla los sistemas globales de pagos o de garantías, ni dirige el aparato institucional que gobierna el mercado mundial. La relativa debilidad de las antiguas potencias imperiales no significa, sin embargo, el surgimiento de una clase capitalista transnacional unificada. Las empresas multinacionales estadounidenses, europeas y japonesas operan a través de cadenas de producción e infraestructuras financieras compartidas, pero sus horizontes estratégicos siguen ligados a las capacidades y recursos monetarios e institucionales de sus propios Estados. La competencia entre los antiguos países imperialistas persiste, pero está contenida por las estructuras del sector financiero global y, especialmente, por la moneda mundial. Los capitales europeos y japoneses pueden rivalizar con la capacidad productiva estadounidense, pero su incapacidad para emitir dinero mundial se corresponde con una ausencia de autoridad global y un poder militar de segunda categoría.

Los COFER Data del FMI (octubre de 2025) muestran que la cuota del euro en las reservas oficiales asignadas nunca ha superado el 25 por 100, habiéndose situado en torno al 20 por 100 en 2025. El BCE no proporciona facilidades de liquidez global y la deuda soberana de la zona euro no funciona como garantía internacional. La zona del euro sigue careciendo de una unión fiscal o de un prestamista de última instancia unificado para la deuda soberana. Los Estados europeos no poseen la infraestructura monetaria coercitiva, que sustenta el dominio del dólar. La posición de Alemania es especialmente reveladora: su dominio industrial dentro de Europa coexiste con su relegación monetaria, ya que las empresas alemanas dependen de la integración en los circuitos comerciales y financieros denominados en dólares. Alemania ejerce una hegemonía condicional dentro de la UE a través de su influencia industrial y fiscal, pero esta autoridad se limita a las estructuras de la UE y no supone ningún desafío al poder global de Estados Unidos. La aceptación alemana de las sanciones decididas por Estados Unidos sobre la energía rusa en 2022, que han tenido un grave coste para su propia base industrial, confirma que incluso la potencia hegemónica regional subordina sus intereses fundamentales al orden monetario dominante. Japón ocupa una posición análoga: a pesar de su avanzada base industrial, el yen representa menos del 4 por 100 de las reservas mundiales y no desempeña un papel internacional significativo.

El principal desafío a la hegemonía estadounidense emana ahora de los centros emergentes de acumulación capitalista activos en la antigua periferia. Durante las últimas cuatro décadas, China, Rusia, la India, Brasil y otros países han construido bases industriales sustanciales, sólidas capacidades tecnológicas y sectores financieros orientados al exterior. En diversos grados, mantienen anclajes internos, que les permiten resistir la disciplina externa, aun cuando permanecen integrados en el mercado mundial. A diferencia de las antiguas potencias imperiales, no suelen inclinarse por la expansión territorial; por el contrario, intentan tener mayor voz en la elaboración de las normas que rigen el comercio, la tecnología y la inversión y, a largo plazo, en la creación de dinero mundial. En 2024 China representaba casi el 30 por 100 del valor añadido industrial mundial y el 15 por 100 de las exportaciones mundiales de mercancías, frente al 10 y el 9 por 100 respectivamente representado por Estados Unidos. Las empresas públicas dominan los sectores estratégicos de estos países, mientras que China ha creado instituciones paralelas que eluden en parte las estructuras multilaterales lideradas por Estados Unidos, como demuestran la Iniciativa de la Franja y la Ruta y el Banco Asiático de Inversión en Infraestructuras. Sin embargo, la capacidad monetaria de China sigue estando muy limitada. A mediados de 2025 el renminbi representaba menos del 3 por 100 de las reservas mundiales asignadas públicamente y de los pagos transfronterizos. Aproximadamente la mitad del comercio mundial se factura en dólares, mientras que menos del 5 por 100 se factura en renminbis[41]. La deuda pública china no cumple los requisitos para ser considerada garantía global y el Banco Popular de China no proporciona ningún respaldo de liquidez a los mercados internacionales. Los balances de situación chinos, tanto los de las grandes empresas como los de los bancos, están integrados en estructuras en dólares, mientras que los controles de capital que salvaguardan la estabilidad interna bloquean la plena convertibilidad del renminbi y su emergencia como activo global líquido.

China es una superpotencia productiva acorralada por una jerarquía monetaria e institucional que no controla. Los balances de situación de las empresas fortalecen este argumento, como se evidencia en el cuadro 1: las empresas chinas operan con escasa financiación de mercado a largo plazo, soportando una mayor dependencia del crédito a corto plazo que las empresas estadounidenses o incluso británicas. Si bien es plausible que cuenten con un respaldo implícito más fiable por parte de su gobierno, la estructura

[41] BCE, «The International Role of the Euro», junio de 2025.

de vencimiento de las deudas de las empresas refleja la jerarquía monetaria. Un competidor productivo cuyas empresas no pueden financiarse habitualmente a largo plazo en su propia moneda no está en condiciones de sostener un régimen monetario mundial rival. Las instituciones chinas paralelas mitigan parte de la exposición, pero no pueden desmantelar el orden subyacente. Incluso estas, como el Nuevo Banco de Desarrollo, siguen siendo marginales, al igual que las líneas de *swap* bilaterales y el Cross-Border Interbank Payment System (Sistema de Pagos Interbancarios Transfronterizos, CIPS). El CIPS procesa poco más del 12 por 100 del volumen en dólares procesado por SWIFT. China se enfrenta, pues, a un dilema estructural. Los controles de capital aíslan el crédito interno de la volatilidad del mercado, pero impiden la internacionalización del renminbi. El estatus de dinero mundial ha requerido históricamente lo contrario: una profunda integración en los mercados crediticios globales, garantías de alta calidad y protección jurídica para los acreedores extranjeros. La propiedad pública china y la supervisión estratégica del Estado, que conjuntamente sustentaron la rápida acumulación tras la década de 1970, ahora obstaculizan la internacionalización monetaria. China se ha visto sometida a normas que no ha redactado, liquidando obligaciones en una moneda que no emite y acumulando reservas en la deuda pública de su rival.

Rusia presenta un tipo de desafío distinto. Es una gran potencia militar con un papel arraigado en los mercados energéticos y desde 2022, ha hecho gala de una capacidad demostrada para absorber severas sanciones financieras y sostener un conflicto militar prolongado. La resiliencia de la economía rusa demuestra que sus recursos energéticos y sus materias primas, combinados con el control estatal y el poder militar, pueden respaldar una salida parcial de los circuitos del dólar. Sin embargo, el ejemplo de Rusia también confirma los límites: hasta ahora ha resistido la presión del «Occidente colectivo», pero no ha logrado presentar una alternativa, lo que la retrata como un contendiente geopolítico y no como una potencia hegemónica rival. La congelación en 2022 de aproximadamente 300 millardos de dólares de activos del Banco Central de Rusia ilustra tanto el modo en que la autoridad monetaria puede actuar de forma coercitiva como el potencial de las contradicciones presentes en el centro de la economía-mundo capitalista. Ante un Estados Unidos cada vez más coercitivo, que pretende imponer su propio acuerdo con Rusia, en diciembre de 2025 las potencias europeas optaron unilateralmente por destinar el dinero ruso a financiar la continuación de la guerra en Ucrania. La legalidad de esta acción es muy dudosa, mientras que su imprudencia política resulta extraordinaria.

El poder aéreo y naval de Estados Unidos sustenta las condiciones de la integración del mercado mundial. Asegura las rutas marítimas fundamentales, como los estrechos de Ormuz, Malaca, Bab el-Mandeb, Suez y Panamá, así como las rutas clave del Océano Índico, cuya interrupción cortaría las cadenas de producción globales. En efecto, la mayor parte de los envíos de petróleo, gas, cereales y contenedores, junto con los sistemas por satélite y de cables submarinos que coordinan los pagos y la logística, operan bajo un paraguas de seguridad que depende en última instancia de Estados Unidos y sus aliados. En términos de valor, aproximadamente el 90 por 100 del comercio mundial se transporta por mar y la estrategia naval estadounidense posiciona explícitamente a las fuerzas estadounidenses y aliadas como garantes de estas rutas[42]. El poder militar estadounidense también garantiza los flujos ininterrumpidos de energía esenciales para la reproducción industrial y fortalece los cimientos legales y tecnológicos de la acumulación global: los regímenes de propiedad intelectual, los cuellos de botella en el suministro de semiconductores, las constelaciones de satélites y las infraestructuras en la nube dependen de una jurisdicción estadounidense coactivamente aplicable. La inversión transfronteriza se realiza con la expectativa de la protección diplomática y militar de Estados Unidos.

Coacción cuestionada

No obstante, el papel del poder militar ha cambiado desde el breve momento unipolar que siguió al colapso soviético en 1991. Estados Unidos sigue siendo la fuerza global preeminente, pero los rivales emergentes cuentan ahora con capacidades que pueden imponer costes reales y limitar su alcance. Los datos del SIPRI indican que el gasto militar mundial aumentó considerablemente en 2024 hasta alcanzar aproximadamente los 2,75 billones de dólares, lo que supone un incremento de cerca del 10 por 100 con respecto al año anterior[43]. Estados Unidos representó algo menos de un billón de dólares, bastante más de un tercio del total mundial, mientras que China gastó aproximadamente 300 millardos y Rusia cerca de 150. Estos desembolsos han reducido la distancia que antes separaba a Washington de sus principales rivales, especialmente en lo que respecta a las armas hipersónicas, los sistemas

[42] US Navy, «Advantage at Sea: Prevailing with Integrated All-Domain Naval Power», diciembre de 2020.
[43] Xiao Liang *et al.*, «Trends in World Military Expenditure, 2024», SIPRI Factsheet, 2025.

de denegación de acceso y de denegación de área y las capacidades de escalada regional. El cambio consiste en pasar de una hegemonía indiscutible a una coerción cuestionada. La potencia hegemónica conserva la primacía, pero debe calcular los costes y aceptar que la imposición de su voluntad puede fracasar en teatros de operaciones específicos. Esto no es multipolaridad, porque ningún rival tiene un alcance global equivalente, sino unipolaridad limitada.

Existe una distancia creciente entre el alcance monetario y la capacidad de imposición militar; la coerción financiera puede aplicarse de forma más amplia que el poder militar. Las guerras comerciales, los aranceles, los controles de las exportaciones y el escrutinio de las inversiones constituyen los instrumentos más moderados de la contienda hegemónica. Las sanciones, las incautaciones de reservas y la exclusión de los sistemas de pagos y compensación en dólares o de las tecnologías críticas tienen un impacto mucho mayor. Hoy en día Estados Unidos mantiene sanciones o medidas de control de exportaciones contra más de un centenar de países, incluidas varias grandes economías emergentes, lo que somete a una parte sustancial de la producción mundial a algún tipo de restricción. Las sanciones penetran tanto en las cadenas de producción como en los circuitos financieros, limitando el acceso a tecnologías, componentes, canales de pago y liquidez en dólares.

6. CONCLUSIÓN

El mundo ha entrado en un interregno. El orden hegemónico se enfrenta a desafíos por parte de Estados con fuerza suficiente para resistir, como indican las guerras en Ucrania y Oriente Próximo, junto con la escalada de tensiones en Asia oriental. Estas luchas no representan un choque de sistemas sociales, sino una contienda entre potencias por la arquitectura institucional y monetaria del mercado mundial. Esta configuración se hace eco de las rivalidades existentes entre los principales Estados capitalistas antes de 1914 y hace que el momento actual no sea menos peligroso. El antiguo orden persiste gracias a la inercia institucional y al dominio monetario, incluso cuando se erosionan los cimientos productivos del poder estadounidense y se fortalecen los cimientos de quienes le desafían. No existe un complejo institucional rival dotado de un alcance comparable. La jerarquía está arraigada en el derecho, las normas y los compromisos derivados de las respectivas estructuras de los balances

de situación y es resistente a la renegociación. Este bloqueo estructural hace que la contienda actual sea peligrosa; el riesgo surge precisamente del punto muerto. Los rivales han alcanzado la capacidad productiva y militar suficiente para resistir la subordinación, pero carecen del poder monetario e institucional para reescribir las reglas. La potencia hegemónica conserva el dominio monetario mundial, pero se enfrenta a una primacía productiva cada vez más erosionada y a una libertad de acción militar limitada. Ninguna de las partes puede imponer una solución; ninguna puede aceptar una subordinación permanente. El resultado es una tendencia a la escalada en múltiples frentes: comercio, tecnología, finanzas, pagos, reservas y posicionamiento militar. La desconexión de los balances de situación prosigue en los ámbitos de la tecnología, las finanzas y los pagos, disolviendo la integración que antes limitaba el conflicto. El fundamento sistémico de la guerra radica en la imposibilidad de una sucesión ordenada factible en el seno de una jerarquía monetaria que es única, coercitiva y cada vez más cuestionada.

La configuración actual no apunta a un único resultado determinista. Son posibles estas tres trayectorias. En primer lugar, un interregno prolongado en el que persista la jerarquía del dólar con fricciones crecientes: corredores de pago fragmentados, política industrial defensiva, imposición militar y crisis periódicas canalizadas en gran medida a través de los balances de situación. En segundo lugar, una fragmentación gestionada en la que los bloques monetarios y productivos consoliden una mayor autonomía —zona del yuan, zona del euro, zona del dólar— sin dejar de estar atados a la liquidez estadounidense. Este resultado es muy improbable en las condiciones actuales. En tercer lugar, una transición conflictiva en la que la rivalidad se extienda más directamente a la esfera monetaria y financiera. La confrontación adopta la forma de presión sobre los puntos de estrangulamiento, de controles tecnológicos y de un uso agresivo del sector financiero. El punto final es la guerra, que con frecuencia ha sido fuente de cambios sistémicos en la historia del capitalismo. La restricción nuclear hace improbable una guerra mundial abierta, pero no puede descartarse tal posibilidad. El orden monetario no puede rehacerse pacíficamente. La escalada ya en marcha —confiscaciones de reservas, exclusión de los sistemas de pago, embargos tecnológicos, logística militarizada y guerras por delegación— no es una perturbación temporal, sino la fase inicial de un conflicto más profundo.