

REEQUILIBRAR
EL COMERCIO Y EL
SISTEMA GLOBAL
DEL DÓLAR

MONA ALI

Profesora de Economía,
State University of New York (NYSU)



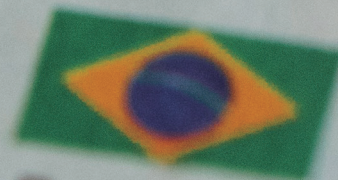
S&P-TSX
17,236.84
+0.01%



Dow Jones
38,985.87
+0.15%

S&P-500
3274.63
±0

Nasdaq-100
9002.17
+0.14%



Bovespa
116,334.60
+0.22%

El déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, resultante en gran medida de la importación de mercancías, alcanzó en 2024 la cifra sin precedentes de 1,13 billones de dólares. Las entradas financieras netas ascendieron a más de dos billones de dólares, superando así los flujos comerciales netos. No obstante, la cifra relevante es el déficit por cuenta corriente y no el consiguiente superávit financiero, a pesar de que, en relación con el PIB, el déficit por cuenta corriente está por debajo del guarismo que marcó el pico de los desequilibrios de Estados Unidos, hace casi dos décadas, cuando osciló entre el 5% y el 6% del PIB.

En términos absolutos (y no como porcentaje del PIB), el creciente déficit comercial de Estados Unidos (los insólitos 1,13 billones de dólares del año pasado) encuentra su inexacta contraparte en el creciente superávit comercial de China (que también marcó el récord de 992.200 millones de dólares el pasado año). Como era de esperar los dos gigantes de la economía mundial son los que más contribuyen al desequilibrio global. Sin embargo, visto desde una perspectiva bilateral, el déficit comercial de Estados Unidos con China ha disminuido ligeramente, en parte porque las exportaciones chinas a Estados Unidos se realizan cada vez más a través de México y Vietnam.

La apuesta de la Administración Trump por «reequilibrar el comercio» refleja, en parte, un giro de pensamiento en Washington acerca de los desequilibrios comerciales: se ha afianzado la concepción de que el superávit comercial de China es algo abiertamente negativo. El éxito de China se atribuye a los subsidios estatales, a la manipulación de divisas y a la contención del consumo y, en general, se considera que el país asiático es una amenaza competitiva en diversos sectores de alto valor añadido, desde los vehículos a la Inteligencia Artificial. Durante el primer mandato de Trump, los aranceles al acero y al aluminio procedentes de China fueron acompañados con sanciones contra Huawei, el gigante tecnológico chino. Sin embargo, la idea de

reequilibrar el comercio (o recortar el superávit comercial de China), se convirtió a su vez en un tema central de la Administración Biden, dando forma a un nuevo pugilismo económico, como reflejaba el eufemístico mantra «patio pequeño, valla alta» del asesor de seguridad nacional de Biden, Jake Sullivan. Restringir algunas importaciones clave procedentes de China, como los chips de semiconductores avanzados, alegando que representaban una amenaza para la seguridad nacional, levantó la alambrada que debía proteger la *Bidenomics* o la nueva política industrial estadounidense, teñida de verde y presentada como una estrategia para revitalizar la clase trabajadora estadounidense.

La preocupación por la seguridad nacional, es decir, el temor a la ventaja competitiva de China, dio forma a las dos leyes clave de la política económica de Biden: la Ley de Reducción de la Inflación (IRA) y la Ley CHIPS. Sin embargo, el belicismo en la política exterior no influyó en el electorado estadounidense, y de hecho la incapacidad para abordar problemas internos como la inflación es lo que explica la derrota demócrata de noviembre de 2024. A diferencia de la candidata demócrata (la vicepresidenta Kamala Harris), Trump aprovechó mejor el descontento de los votantes, prometiendo una reducción de la inflación y el fin de las guerras en el extranjero durante su segundo mandato.

A pesar de existir diferencias significativas, la postura de la Administración Biden sobre los desequilibrios externos de China siguió durante el segundo mandato de Trump. Los analistas del gobierno de Biden sostenían que el superávit comercial de China se explicaba por la desigualdad de ingresos. La guerra comercial era, por tanto, una guerra de clases. Esta acusación se sustentaba en la afirmación teórica de que el desequilibrio de ahorro e inversión de una nación no solo refleja (como corresponde, según la contabilidad del PIB) el saldo comercial, sino que el desequilibrio financiero genera desequilibrios



El desequilibrio estadounidense –déficit comercial y superávit financiero– evidencia una causalidad acumulativa y explica el lugar central que ocupa Estados Unidos en las finanzas y el comercio internacionales

comerciales. En ese sentido, el superávit comercial de China se explicaría por el exceso de ahorro y un bajo consumo. Haciendo de las identidades contables mecanismos causales, se argumentó que, si los trabajadores chinos cobraran más, consumirían más del PIB nacional y, en consecuencia, disminuiría el superávit comercial del país.

Del mismo modo, se atribuía el desequilibrio comercial estadounidense al despilfarro fiscal y, por consiguiente, se consideraba que, si se recortaba el déficit presupuestario federal, también disminuiría el déficit por cuenta corriente estadounidense. No obstante, aunque en ciertos momentos como el actual, el déficit presupuestario concuerda en la renta nacional con el déficit por cuenta corriente, no siempre es así. Las identidades contables no son vínculos causales. Sostener que el déficit presupuestario deriva en déficit por cuenta corriente es pseudociencia. No se ajusta al criterio popperiano de que las afirmaciones científicas deben ser comprobables y falsables.

La narrativa de alto nivel basada en la contabilidad olvida, en cierto modo, algo tan obvio como que el comercio mundial es el resultado de decisiones de producción desagregadas, independientes de los servicios financieros. Es más, una mayor emisión de bonos del Tesoro estadounidense para financiar déficits presupuestarios que se prevén mayores no implica automáticamente que Estados Unidos vaya a importar más del



resto del mundo, es decir, que vaya a incurrir en mayores déficits. En cuanto a China, las políticas macroeconómicas cuyo objetivo explícito es el aumento del PIB difieren por completo del modelo de crecimiento basado en el consumo, característico de las economías avanzadas. Además, el propio consumo está sesgado en la escala de distribución de la renta: el 10% de los hogares más ricos de EEUU determina la mitad del consumo de la nación. Aunque no disponemos de las cifras correspondientes a China, reorientar la demanda externa hacia la interna no garantiza por sí misma que la clase trabajadora china vaya a aumentar su gasto en consumo.

Los desequilibrios comerciales se han explicado en términos binarios. El economista estadounidense Charles P. Kindleberger tenía una visión positiva del déficit externo de Estados Unidos. Según su argumentación, Estados Unidos tiene un déficit por cuenta corriente para poder inyectar dólares a la economía mundial. Para Kindleberger, el papel de Estados Unidos como banquero mundial era similar al que desarrollaba en el mantenimiento de la paz planetaria. El punto clave de Kindleberger consistía en considerar que el déficit estadounidense debe entenderse como «déficit» solo en términos contables. Pero Kindleberger y aquellos que suscriben esta perspectiva financiera conciliadora simplifican un poco el asunto. El hecho es que el desequilibrio estadounidense –déficit comercial y superávit financiero– evidencia una causalidad acumulativa y explica el lugar central que ocupa Estados Unidos en las finanzas y el comercio internacionales.

Paradójicamente, la excepción estadounidense se entiende por lo general en términos financieros arraigada en el poder del dólar, pero también resulta que gran parte de los beneficios que obtienen las corporaciones estadounidenses surgen de una serie de cadenas de suministro lejanas. El

consiguiente déficit comercial de Estados Unidos está, por tanto, correlacionado con el aumento de las ganancias corporativas. Los reducidos costos de las economías de escala y la mano de obra más barata involucrada en la producción en el extranjero redundan en beneficio de los consumidores estadounidenses. La lógica de las curvas de coste medio, que hace que la fabricación sea mucho más competitiva en Asia, limita el alcance de la producción nacional de teléfonos inteligentes, prendas de vestir e incluso chips semiconductores.

El colapso de la economía global es una forma drástica de reducir los desequilibrios de Estados Unidos. La última vez que el déficit comercial del país disminuyó drásticamente fue durante la Gran Recesión. A medida que aumentaba la crisis financiera mundial, en octubre de 2009 en EEUU se superaron los 15,7 millones de desempleados. A pesar de las turbulencias, el dólar siguió siendo un activo refugio, en parte gracias al apoyo institucional de la Reserva Federal a través de líneas *swap* en dólares¹ que inyectaron liquidez en los mercados de dólares extranjeros. En menor medida, también fue importante el conocimiento experto de Hank Paulson, por entonces secretario del Tesoro de Estados Unidos, que utilizó la diplomacia financiera para convencer a China de no vender sus tenencias de instrumentos de deuda estadounidenses², a pesar de las significativas pérdidas que conllevó la implosión del mercado inmobiliario en Estados Unidos para la cartera china, que tenía gran cantidad de valores de agencia respaldados por hipotecas. Desde entonces, las pérdidas de cartera en sus tenencias de deuda estadounidense, unida a las presiones políticas internas, han hecho que China reduzca la proporción de dólares en su reserva de divisas.

1. Véase Tooze (2019).

2. Véase Setser (2024).

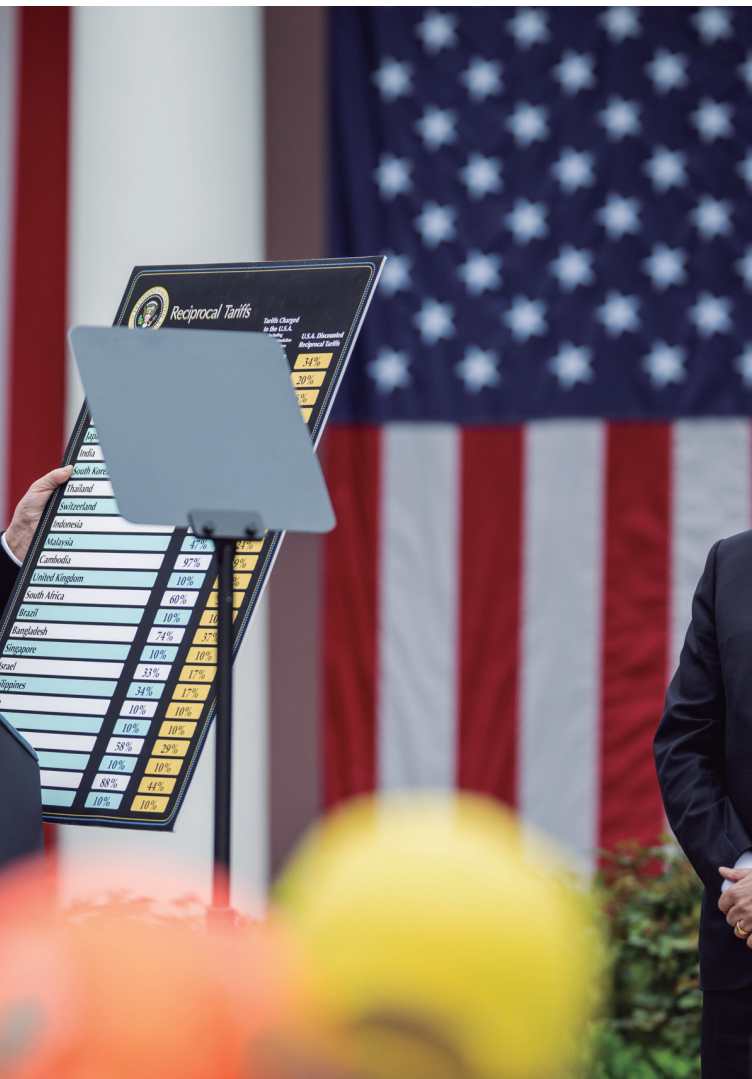
Pero la capacidad de Estados Unidos para obtener préstamos a través del mercado del Tesoro —la parte más significativa de deuda pública en el sistema de liquidez mundial, un tercio de la cual se ubica en el extranjero— depende no tanto de estados soberanos como Japón o China, como del cálculo de los inversores privados (esto es, bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos de inversión y fondos de cobertura). La subida de los tipos de interés (y un dólar más fuerte) atrajeron el 41% de las entradas financieras mundiales a Estados Unidos en 2024. Como se ha mencionado anteriormente, estas entradas financieras (más de dos billones de dólares) superaron el déficit comercial. Solo las compras extranjeras de títulos de deuda estadounidense, más de la mitad de los cuales correspondían a bonos del Tesoro de Estados Unidos, ascendieron a alrededor de un billón de dólares.

Las declaraciones de Trump el 2 de abril de 2025 acerca del uso de «aranceles recíprocos» para «reequilibrar el comercio», según cálculos espurios sobre los perjuicios a Estados Unidos de las importaciones procedentes de otros países, aumentaron drásticamente los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a diez años³. La rentabilidad del bono a treinta años superó brevemente los cinco puntos porcentuales. Los periodistas de *Bloomberg* describieron eufemísticamente la caída de los mercados bursátiles como un «reequilibrio». El dólar cayó en los mercados mundiales de divisas. Al declarar una guerra comercial contra aliados y adversarios por igual, Trump redujo el atractivo del dólar y Estados Unidos como «refugio seguro».

Luego, tan rápido como había anunciado su extorsionador régimen arancelario, Trump invirtió el rumbo, anunciando el 9 de abril una pausa de noventa días en los

3. Los precios de los bonos están inversamente correlacionados con el tipo de interés: rendimientos más altos indican una disminución de la demanda.





Los caprichos imperiales de Trump provocan un efecto de latigazo. A pesar de su deseo de tener un dólar más barato para, entre otras cuestiones, «reequilibrar» el comercio, el efecto que tengan en el dólar durante los próximos cuatro años de decretos presidenciales será consecuencia, en última instancia, de cómo procesen y digieran los impactos futuros los mercados financieros, cuyo tamaño supera con creces el comercio mundial. Si bien la volatilidad de los mercados financieros perjudica a hogares y empresas, la volatilidad comercial resultó enormemente beneficiosa para los grandes bancos globales como JP Morgan Chase y Goldman Sachs, cuyos ingresos comerciales se encuentran en el mejor momento de la década.

Comprender el sistema del dólar en su totalidad ayuda a hacerse una idea de su futuro. El dólar no es meramente una moneda cuyo precio afecta sistémicamente el comercio mundial y las condiciones financieras; el predominio del dólar se atribuye a menudo a su condición de activo de reserva internacional preferencial. Este tipo de pensamiento presupone que el dinero es una mercancía (una cosa), cuando el dinero es ante todo crédito (una relación social). Es cierto que inversores y gobiernos de todo el mundo detentan billones de dólares como activos seguros. Sin embargo, la mayor parte de los dólares de las reservas exteriores de los países son contratos de crédito, principalmente bonos del Tesoro de Estados Unidos. La preponderancia del dólar deriva de su papel como unidad de cuenta que sostiene el sistema de crédito más complejo y disperso del mundo que, aunque incluye los bonos del Tesoro de Estados Unidos y préstamos bancarios, no se limita a ellos. No solo las autoridades monetarias de Estados Unidos pueden crear crédito en dólares; de hecho, los bancos extranjeros emiten más créditos en dólares que los estadounidenses.

La Reserva Federal respalda los bonos del Tesoro y la mayor parte de los préstamos bancarios a través de sus diversas líneas de liquidez, pero la mayor parte de los contratos de crédito en el sistema global del dólar no están protegidos. Estas partes en la sombra del sistema del dólar, en gran medida basados en el mercado, existen en el extranjero y fuera del balance, como instrumentos de financiación a corto plazo, como los *swaps* de divisas. Las sacudidas de abril en el mercado del Tesoro, el mercado repo⁴ del Tesoro y el mercado

mucho mayor de los IRS o *swaps* de tipos de interés, que se manifestó en la expansión del diferencial de los IRS, no significaron una amenaza existencial para la estructura del mercado de crédito estadounidense. Sin embargo, las jactancias de Trump acerca de la eventual anexión de Canadá y Groenlandia por parte de Estados Unidos sí provocaron que algunos fondos de pensiones canadienses y daneses declarasen que invertirán menos en capital inversión estadounidense.

Los presidentes estadounidenses han recurrido con frecuencia a los poderes de emergencia para implementar políticas coercitivas en economía exterior. El uso por parte de Trump de la Ley de Poderes Económicos de Emergencia Internacional (IEEPA) ha superado, no obstante, al de sus predecesores. A partir de febrero de 2025, la Administración Trump aumentó los aranceles a China del 10% al 125%, reduciéndolos a continuación, a la espera del resultado de las negociaciones comerciales. Aun así, las importaciones procedentes de China se enfrentan a finales de junio a un arancel adicional del 20%, que se añade al arancel genérico del 10%. Poco después del anuncio del «Día de la Liberación», el vicepresidente J.D. Vance indicó que era probable que el Reino Unido consiguiera un acuerdo comercial ventajoso y, de hecho, el primer acuerdo comercial firmado tras el Día de la Liberación fue precisamente con el Reino Unido.

Esto es natural, ya que Londres ha sido durante mucho tiempo parte del sistema mundial del dólar y es, en verdad, su capital extranjera. Como tal, la *City* alberga el mayor mercado de divisas del mundo y el 90% de sus operaciones implican al dólar en al menos un tramo. Con un promedio de 5 billones de dólares diarios en operaciones, el mercado de *swaps* de divisas, en el que una moneda se intercambia por otra mediante un contrato de derivados, es con diferencia el mayor mercado mundial de dólares. Escasamente regulado, con grandes importes transaccionales e

4. N. del Ed.: el mercado repo se refiere a un mercado de acuerdos de recompra, son préstamos a corto plazo con garantía colateral: una parte vende valores a otra y se compromete a recomprarlos más adelante a un precio superior. Los valores actúan como garantía colateral. La diferencia entre el precio inicial de los valores y su precio de recompra es el interés pagado por el préstamo, conocido como la tasa repo.

informal en su gobernanza —que tiene lugar gracias al Código Global del Mercado de Divisas, de aplicación voluntaria—, el mercado de *swaps* de divisas tiende a ser a veces un «espejismo de liquidez», es decir, que la verdadera liquidez puede estar sobrestimada. Estos instrumentos son las «consabidas incógnitas» del sistema del dólar, y las vulnerabilidades potenciales en este gigantesco mercado siguen siendo confusas

Por un lado, debe quedar claro que los mercados que componen el sistema del dólar no solo son propensos a la volatilidad, sino que son disfuncionales. En lugar de acumular capital para fábricas o infraestructura están en gran medida en el negocio de refinanciar contratos de deuda⁵. Si bien la Reserva Federal estadounidense (la *Fed*) puede apagar las llamas de una crisis financiera mundial inyectando liquidez en dólares, lo que no está en manos de los responsables políticos estadounidenses es producir lo que los hogares y la industria estadounidenses dan por sentado: todo tipo de productos electrónicos, bienes cotidianos y componentes clave. Por eso, solo unos días después de anunciar sus aranceles, Trump concedió una excepción temporal para computadoras y teléfonos inteligentes procedentes de China. Mientras tanto, China ha demostrado que también puede jugar duro. Ha aumentado los aranceles a Estados Unidos, con una suspensión temporal de las importaciones de GNL estadounidense y de las exportaciones de minerales e imanes, que son fundamentales para la fabricación de automóviles, semiconductores y fabricación aeroespacial.

Las guerras comerciales perturban la cadena de suministro, pero una alteración financiera puede tener consecuencias mucho mayores. El sistema del dólar se basa en la legislación de EEUU y del Reino Unido. El Tribunal Supremo podría anular un precedente de 1935 que protege a los funcionarios federales de ser

despedidos por un cambio en la orientación política. De momento, el Tribunal Supremo ha decidido no pronunciarse contra el despido por parte de Trump de dos funcionarios federales en agencias independientes. Si Trump destituye a Jerome Powell, el actual presidente de la Reserva Federal, para colocar en su puesto a un adulator, la credibilidad del «estado de derecho» que sustenta el sistema mundial del dólar volverá a quedar en entredicho. También podría suscitar dudas acerca del compromiso de la *Fed* en su papel de prestamista internacional de última instancia en las crisis financieras. Ahora bien, Trump no es la primera autoridad estadounidense en causar una conmoción considerable en el sistema. El «crimen de Nixon» de 1971⁶ puso fin unilateralmente a la convertibilidad de dólares en oro. Menos de una década después, le siguió el endurecimiento monetario de Paul Volcker —director de la *Fed* entre 1979 y 1987—. Ambas crisis produjeron una caída de una década en la economía global, aunque con el tiempo el sistema del dólar se expandió.

La historia de la transición de la hegemonía de la libra esterlina al dólar⁷ sugiere que pasará tiempo antes de que haya una alternativa más potente que el dólar. La relajación de los requisitos de capital por parte de la Reserva Federal (que permitirá a los bancos detentar más bonos del Tesoro) puede incentivar más operaciones de comercio base (*basis trade*) con apalancamiento, por parte de los fondos de cobertura (utilizando bonos del Tesoro como garantía en los préstamos repo), lo que aumenta la amenaza de otra quiebra financiera. En caso de crisis, si el presidente de la Reserva Federal designado por Trump convierte en arma la provisión de liquidez en dólares a otros bancos centrales a través de líneas *swap* en dólares, se acelerará la desafección con el dólar. Ante un escenario de este tipo, Robert McCauley ha sugerido que una coalición de bancos centrales

5. Tres de cada cuatro transacciones en los mercados financieros implican algún tipo de refinanciación.

6. Véase Ali (2022).

7. Véase Ali (2025).

Que la mayor parte del nuevo gasto público vaya destinada al rearme nacional (...) en lugar de destinarse a defensa común e infraestructura verde (...) frustra la oportunidad histórica de construir en Europa un bloque monetario más autónomo y potente

con buena disposición podría poner en común su liquidez en dólares⁸.

¿Puede el euro ser un rival viable para el dólar? Los europeos están, en realidad, profundamente vinculados al sistema mundial del dólar, pues hay más bonos del Tesoro estadounidense en manos de inversores europeos que en las de otros países. Para que el euro ejerciera una atracción mayor en las finanzas mundiales habría que profundizar los mercados de crédito en euros mediante financiación e inversión públicas en toda Europa. Alemania ya ha demostrado voluntad política y creatividad para relajar la austeridad de su freno a la deuda. A principios de este año, Trump reiteró que el apoyo de EEUU a la OTAN podría suspenderse a menos que los europeos aumentasen su compromiso con el gasto militar. En consecuencia, los líderes europeos (excepto España) se han comprometido a ampliar sus gastos nacionales de defensa al 5% del PIB. Que la mayor parte del nuevo gasto público vaya destinada al rearme nacional (menospreciando la economía de escala y de su alcance) en lugar de destinarse a defensa común e infraestructura verde a fin de reducir la dependencia del continente de seguridad y energía exteriores, frustra la oportunidad histórica de construir en Europa un bloque monetario más autónomo y potente.

8. Véase McCauley (2025).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ali, Mona. «Regime Change? The evolution and weaponization of the world dollar». *Phenomenal World*, 27 de abril de 2022. (en línea) <https://www.phenomenalworld.org/analysis/regime-change/>.
- Ali, Mona. «Debt, Energy, and Sovereignty: Past and Present». *Noria Research*, 25 de marzo del 2025. (en línea) <https://noria-research.com/mena/debt-energy-and-sovereignty-past-and-present/>.
- McCauley, Robert N. «Avoiding Kindleberger's trap: A dollar coalition of the willing». *Center for Economic and Policy Research*, 5 de mayo de 2025, (en línea) <https://cepr.org/voxeu/columns/avoiding-kindlebergers-trap-dollar-coalition-willingetser>.
- Setser, Brad. «Power and Financial Interdependence». *IFRI Papers*. Institut Français de Relations Internationales (IFRI), 3 de mayo de 2024. (en línea) <https://www.ifri.org/en/papers/power-and-financial-interdependence>.
- Sindreu, Jon. «The Simple Explanation for This Week's Treasury Market Mayhem». *The Wall Street Journal*, 11 de abril de 2025. (en línea): <https://www.wsj.com/finance/investing/the-simple-explanation-for-this-weeks-treasury-market-mayhem-9351f339>.
- Tooze, Adam. *Crashed. How a Decade of Financial Crises Changed the World*. Nueva York: Penguin House, 2019.