

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

¿Por qué EE. UU. querría devaluar el dólar?

Hegemonía monetaria, política de tipos e incentivos para la depreciación del dólar

Ibon Rodríguez López

4º ADE en inglés E2-Inglés

Área de Economía y Finanzas

Madrid

Junio de 2026

Resumen

El presente trabajo analiza los fundamentos estructurales de la hegemonía del dólar estadounidense en el sistema monetario internacional y examina si Estados Unidos tiene motivaciones económicas y políticas para promover una depreciación de su divisa. A partir de un análisis histórico que abarca desde el colapso del sistema de Bretton Woods en 1971 hasta las tensiones monetarias del período Trump. El trabajo estudia el papel de la Reserva Federal, la dinámica de la deuda pública estadounidense y la evolución de los principales pares de divisas, con especial atención al EUR/USD. Recurriendo a las aportaciones de Eichengreen, Gopinath, Rogoff, Kindleberger, Mehrling entre otros. El trabajo argumenta que la posición privilegiada del dólar como moneda de reserva genera a la vez ventajas extraordinarias y restricciones estructurales que limitan la capacidad de Washington para debilitar su propia divisa sin asumir costes relevantes. El análisis concluye con una proyección sobre los escenarios más probables para el dólar en los próximos años y una reflexión sobre las implicaciones de una eventual pérdida de hegemonía del USD para el sistema financiero global.

Palabras clave: dólar estadounidense, sistema monetario internacional, hegemonía monetaria, Reserva Federal, tipo de cambio, EUR/USD, deuda pública, política monetaria, Bretton Woods, balanza comercial, Patrón oro.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	4
1.1. Objetivo y pregunta central del trabajo.....	4
1.2. Breve definición y propósito de la política monetaria	5
1.3. Principales actores del sistema monetario global	5
1.4. Contexto histórico: del patrón oro a 1971 y el fin de Bretton Woods	5
1.5. Parentesco entre 1971 y el contexto actual: aranceles, tensiones comerciales y dólar fuerte	6
1.6. Metodología y enfoque del trabajo	8
2. POLÍTICA MONETARIA: CONCEPTOS Y EVOLUCIÓN	9
2.1. Instrumentos: tipos de interés, operaciones de mercado abierto, reservas, QE/QT	9
2.2. Ciclos monetarios recientes (2000-2025)	10
2.3. En qué fase del ciclo monetario estamos hoy (2025) y qué la caracteriza.....	10
3. LA RESERVA FEDERAL: HISTORIA, INDEPENDENCIA Y PODER	13
3.1. La FED desde 2008: crisis financiera, QE, tapering, tipos	13
3.2. Tensiones políticas: Trump vs. Powell	13
3.3. El presente: la era Warsh	14
4. POLÍTICA FISCAL Y DEUDA: EL CONTEXTO MACROECONÓMICO	16
4.1. Evolución y niveles de deuda de las principales economías.....	16
4.2. Impacto del endeudamiento público sobre los tipos de interés y la divisa	18
4.3. Cómo la deuda condiciona las decisiones de política monetaria y fiscal.....	19
5. ANÁLISIS DEL DÓLAR Y LOS PRINCIPALES PARES DE DIVISAS	22
5.1. Importancia del dólar como moneda de reserva mundial	22
5.2. Principales divisas globales y su relevancia	23
5.3. Evolución del EUR/USD desde la pandemia (2020–2025)	23
5.4. Otros pares relevantes (USD/JPY, USD/CNY, DXY)	25
5.5. Qué dicen los analistas: proyecciones y escenarios del EUR/USD	26
6. ESTRATEGIAS DE COBERTURA ANTE CAMBIOS EN EL TIPO DE CAMBIO	29
6.1. Instrumentos derivados para cubrir riesgo de divisa.....	29
6.2. Ejemplo de cobertura práctica para inversores y empresas exportadoras	30
6.3. El reverso de la cobertura: el carry trade como exposición no cubierta	31
6.3.1. El carry trade largo en real brasileño y corto en dólar.....	32
6.3.2. El carry trade del yen japonés y el riesgo de un desarme desordenado.....	33
6.4. Qué reflejan hoy los derivados del EUR/USD sobre expectativas futuras	35
7. POR QUÉ EE. UU. PODRÍA QUERER DEVALUAR EL DÓLAR	37
7.1. Mecanismos y motivaciones para promover una divisa más débil	37
7.2. Ventajas y desventajas de una devaluación del dólar	38
7.3. Cómo podría implementarse indirectamente	39
7.4. Comparación con el Acuerdo Plaza (1985) y otras intervenciones históricas	40
7.5. El paralelismo con la era Trump: aranceles, proteccionismo y la lógica del dólar débil..	41
8. CONCLUSIONES	43
BIBLIOGRAFÍA	48

1. INTRODUCCIÓN

El sistema monetario internacional es uno de los pilares silenciosos sobre los que se asienta la economía global. A diferencia de los mercados de renta variable o de las discusiones presupuestarias, el debate sobre la hegemonía monetaria raramente ocupa los titulares. Sin embargo, las decisiones que se toman en torno al valor de una divisa y, en particular, del dólar estadounidense tienen consecuencias directas sobre el comercio mundial, los flujos de capital, el coste de la deuda soberana y el equilibrio geopolítico entre potencias.

Este trabajo surge de una pregunta que, en apariencia, parece contraintuitiva: ¿por qué la mayor economía del mundo, emisora de la moneda de reserva global, podría tener interés en debilitar precisamente esa moneda? La respuesta no es sencilla, y explorarla exige atravesar la historia monetaria del siglo XX, entender el funcionamiento de la Reserva Federal, analizar los incentivos de la administración Trump y estudiar los mercados de divisas.

El presente trabajo integra análisis macroeconómico, perspectiva histórica e instrumentos financieros aplicados, con el objetivo de ofrecer una respuesta fundamentada a dicha pregunta central.

1.1. Objetivo y pregunta central del trabajo

El objetivo principal de este Trabajo de Fin de Grado es analizar si Estados Unidos tiene motivaciones estructurales, políticas y económicas para promover una depreciación del dólar, y cuáles serían las consecuencias de dicha estrategia para la economía global y para los principales pares de divisas.

Para ello, se parte de la siguiente pregunta de investigación central:

¿Por qué Estados Unidos podría tener interés en devaluar el dólar, y qué implicaciones tendría esa estrategia para el sistema monetario internacional?

Las preguntas secundarias que guiarán el análisis son:

- ¿Qué factores estructurales sostienen la hegemonía del dólar y cuáles la amenazan?

- ¿Qué papel juega la política monetaria de la Fed en el valor del dólar?
- ¿Qué instrumentos tiene el mercado para anticipar o cubrirse ante un dólar más débil?

1.2. Breve definición y propósito de la política monetaria

Los canales a través de los cuales la política monetaria afecta a la economía real son variados: el canal del tipo de interés, el canal del tipo de cambio, el canal del precio de los activos tanto financieros como no financieros y el canal de las expectativas.

El tipo de cambio es, precisamente, uno de los canales más relevantes para los propósitos de este trabajo. Una bajada de tipos de interés tiende a depreciar la moneda, al hacer menos atractivos los activos denominados en esa divisa para los inversores extranjeros. Comprender este mecanismo es esencial para entender por qué la presión política sobre la Fed para reducir tipos, ejercida de forma explícita por la administración Trump, puede leerse también como una estrategia indirecta de debilitamiento del dólar.

1.3. Principales actores del sistema monetario global

- La Reserva Federal de Estados Unidos (FED)
- El Banco Central Europeo (BCE)
- El Fondo Monetario Internacional (FMI)
- Los bancos centrales de las principales economías emergentes y de Asia
- Los mercados financieros privados

1.4. Contexto histórico: del patrón oro a 1971 y el fin de Bretton Woods

Bretton Woods (1944-1971): el dólar como ancla global

Este sistema situó al dólar en el centro del sistema monetario global. Las instituciones creadas en Bretton Woods, el FMI y el Banco Mundial (WB) reforzaron esta arquitectura. Sin embargo, el sistema contenía una contradicción estructural que el

economista belga Robert Triffin identificó en 1960: para que el mundo dispusiera de suficientes dólares como activo de reserva, Estados Unidos debía incurrir en déficits por cuenta corriente de forma permanente. Pero esos déficits, a largo plazo, erosionarían la confianza en la convertibilidad del dólar en oro. Esta paradoja, conocida como el dilema de Triffin, anticipó el colapso del sistema.

El cierre de la ventanilla del oro: 15 de agosto de 1971

A medida que el gasto en la Guerra de Vietnam y los programas de la Gran Sociedad del presidente Johnson expandieron el déficit fiscal estadounidense, la cantidad de dólares en circulación superó con creces las reservas de oro de Fort Knox. El 15 de agosto de 1971, el presidente Richard Nixon anunció unilateralmente la suspensión de la convertibilidad del dólar en oro y la imposición de un arancel del 10% sobre las importaciones. Fue un shock deliberado, diseñado para forzar una renegociación del sistema monetario internacional en términos más favorables para Estados Unidos. Este episodio, conocido como el Nixon Shock, tiene un paralelismo notable con las políticas arancelarias de la era Trump.

El dólar sin ancla: el «privilegio exorbitante»

Paradójicamente, la ruptura de Bretton Woods no supuso el fin de la hegemonía del dólar sino su transformación. El dólar siguió siendo la moneda de reserva mundial, no por obligación legal, sino por inercia, profundidad de mercado y ausencia de alternativas creíbles. El economista Barry Eichengreen denominó esta situación el «privilegio exorbitante» expresión acuñada originalmente por el ministro de finanzas francés Valéry Giscard d'Estaing: la capacidad de Estados Unidos de endeudarse en su propia moneda, a tipos más bajos que cualquier otro país, y de exportar inflación al resto del mundo (Eichengreen, 2011).

1.5. Parentesco entre 1971 y el contexto actual: aranceles, tensiones comerciales y dólar fuerte

La historia no se repite, pero a menudo rima. El paralelismo entre el Nixon Shock de 1971 y las políticas económicas de la administración Trump, tanto en su primer mandato (2017-2021) como, especialmente, en el segundo (2025-actualidad) es lo suficientemente llamativo como para merecer un análisis detenido.

Los aranceles como herramienta de presión cambiaria

En ambos casos, los aranceles no son únicamente una herramienta de protección industrial: son también una palanca de negociación sobre el tipo de cambio. En 1971, el arancel del 10% de Nixon tenía como objetivo forzar a los socios comerciales a reevaluar sus monedas frente al dólar. En 2025, los aranceles de la administración Trump han sido acompañados de una retórica explícita sobre la necesidad de reducir el déficit comercial estadounidense y hacer al país más competitivo. Un dólar fuerte encarece las exportaciones estadounidenses y abarata las importaciones, contribuyendo estructuralmente al déficit.

La deuda pública y la carga de los intereses

Otra analogía relevante es la del endeudamiento. En la década de los setenta, la inflación erosionó el valor real de la deuda pública estadounidense, aliviando la carga fiscal sin necesidad de aumentar impuestos ni recortar gasto. En 2025, con la deuda pública de Estados Unidos superando el 120% del PIB y los intereses del Tesoro representando uno de los mayores capítulos del presupuesto federal, la tentación de utilizar la depreciación del dólar para reducir el valor real de esa deuda no es pequeña.

La presión sobre los bancos centrales

Nixon presionó al presidente de la Fed de la época, Arthur Burns, para que mantuviese los tipos de interés bajos pese a la inflación. El presidente Trump ha ejercido presiones públicas y reiteradas sobre Jerome Powell para que reduzca los tipos de interés, cuestionando incluso su continuidad al frente de la institución. Esta tensión, que se analizará en profundidad en próximos capítulos es el reflejo contemporáneo de una dinámica histórica bien conocida: la tentación del poder político de subordinar la política monetaria a sus objetivos electorales y económicos de corto plazo, reduciendo la independencia de la Fed.

Diferencias relevantes con 1971

El paralelismo tiene, no obstante, límites importantes. En 1971, el sistema de Bretton Woods ofrecía un mecanismo concreto de devaluación. Hoy, en un mundo de tipos de cambio flotantes y mercados financieros globalmente integrados, debilitar el dólar de forma deliberada y sostenida es considerablemente más complejo. Además, el papel del dólar como activo de reserva global crea lo que algunos economistas llaman una «trampa de hegemonía»: Estados Unidos se beneficia del privilegio exorbitante, pero ese mismo

privilegio le impide depreciar su moneda sin comprometer la confianza en los activos denominados en dólares, incluyendo, de forma crítica, los bonos del Tesoro que financian su propio déficit.

1.6. Metodología y enfoque del trabajo

Este trabajo adopta un enfoque mixto que combina el análisis cualitativo de literatura académica y política económica con el análisis cuantitativo de datos de mercado. No se trata de un trabajo puramente teórico ni de un informe de mercado al uso, sino de un ejercicio de síntesis que busca conectar el rigor académico con la perspectiva aplicada propia del análisis financiero.

Fuentes bibliográficas

El marco teórico se construye sobre la obra de economistas de referencia en el campo de la economía monetaria internacional. Entre ellos destacan Barry Eichengreen, cuya obra *Exorbitant Privilege* (2011) es el análisis más completo sobre la hegemonía del dólar y sus vulnerabilidades; Gita Gopinath, cuya investigación sobre el *Dominant Currency Paradigm* (2020) demuestra empíricamente el papel del dólar en la facturación del comercio mundial; Kenneth Rogoff, con su análisis reciente sobre la sostenibilidad del privilegio del dólar; Charles Kindleberger, cuya obra sobre hegemonía y estabilidad del sistema internacional sigue siendo una referencia clásica; y Perry Mehrling, cuya teoría del *money view* ilumina el papel de los Treasuries como colateral en los mercados de financiación mayorista.

Datos de mercado

El análisis empírico se apoya en series históricas del EUR/USD, el DXY (índice del dólar) y otros pares de divisas relevantes, obtenidas de fuentes como Bloomberg, y la base de datos FRED de la Reserva Federal de San Luis. Se incluyen además datos sobre niveles de deuda pública de las principales economías (FMI y OCDE), evolución de los tipos de interés reales y posicionamiento en los mercados de futuros y opciones sobre divisas.

2. POLÍTICA MONETARIA: CONCEPTOS Y EVOLUCIÓN

La política monetaria es el principal instrumento con el que los bancos centrales modernos intervienen en la economía. Su funcionamiento puede parecer técnico y alejado de la realidad cotidiana, pero sus efectos los nota el ciudadano de a pie en su día a día. Determina el coste de las hipotecas, la rentabilidad del ahorro, el valor de las divisas y, en última instancia, el ritmo de crecimiento económico y el nivel de empleo. Comprender sus mecanismos es un requisito previo imprescindible para analizar por qué Estados Unidos podría querer debilitar el dólar, ya que cualquier estrategia de depreciación cambiaria pasa necesariamente directa o indirectamente por las decisiones de la Reserva Federal. Se podría argumentar que es el organismo más importante de la economía mundial.

2.1. Instrumentos: tipos de interés, operaciones de mercado abierto, reservas, QE/QT

La expansión cuantitativa (*Quantitative Easing* o QE) es la más importante de las anteriormente mencionadas medidas no convencionales de política monetaria. Consiste en la compra masiva y sostenida de activos financieros, principalmente bonos del Tesoro y, en el caso de la Fed, también títulos respaldados por hipotecas (MBS), con el objetivo de reducir los tipos de interés a largo plazo, estimular la economía y evitar la deflación en un contexto en que los tipos a corto ya han alcanzado el límite inferior cero (zero lower bound).

El mecanismo del QE es indirecto pero potente. Al comprar masivamente bonos a largo plazo, la Fed eleva su precio y reduce su rendimiento (yield), lo que abarata la financiación a largo plazo para hogares, empresas y el propio gobierno. Además, al inyectar liquidez en el sistema, los inversores a buscan mayores rentabilidades en activos de mayor riesgo (acciones, crédito corporativo, inmobiliario), elevando sus precios y generando un efecto riqueza que estimula el consumo.

Finalmente, el QE también influye sobre el tipo de cambio: al ampliar la oferta de dólares, contribuye a debilitar la divisa.

El proceso inverso, la reducción del balance del banco central mediante la no reinversión de los vencimientos o la venta activa de activos, se denomina endurecimiento cuantitativo

(Quantitative Tightening o QT). La Fed inició su primer ciclo de QT en 2017-2019, lo interrumpió en 2019 ante las tensiones en el mercado de repos, y lo retomó en 2022 para combatir la inflación post-pandemia. El QT tiene efectos opuestos al QE: contrae la liquidez, presiona al alza los tipos a largo plazo, castiga los activos de riesgo y, en principio, contribuye a apreciar la moneda.

2.2. Ciclos monetarios recientes (2000-2025)

El shock inflacionario y el ciclo de subidas más agresivo en 40 años (2022-2023)

La inflación, que la Fed calificó inicialmente de «transitoria», demostró ser persistente y estructural. En 2022, el IPC estadounidense alcanzó el 9,1%, el nivel más alto desde 1981. La respuesta fue el ciclo de subidas de tipos más agresivo en cuatro décadas: entre marzo de 2022 y julio de 2023, la Fed elevó el federal funds rate en 525 puntos básicos, desde el rango 0%-0,25% hasta el 5,25%-5,50%, en once subidas consecutivas.

Este endurecimiento drástico tuvo consecuencias cambiarias inmediatas y muy relevantes para este trabajo. El dólar se apreció de forma pronunciada frente a todas las principales divisas: el índice DXY, que mide el dólar frente a una cesta de seis divisas, alcanzó máximos de 20 años en septiembre de 2022, superando los 114 puntos. El EUR/USD llegó a cotizar por debajo de la paridad por primera vez desde 2002. Esta apreciación del dólar es, precisamente, el punto de partida del análisis sobre los incentivos de Washington para promover una divisa más débil.

2.3. En qué fase del ciclo monetario estamos hoy (2025) y qué la caracteriza

Una inflación pegajosa y un mercado laboral resiliente

Pese al agresivo ciclo de subidas de 2022-2023, la inflación subyacente, que excluye energía y alimentos, la cual se mide a través del PCE, se ha mostrado persistentemente por encima del objetivo del 2%. El sector servicios, especialmente el componente de vivienda, ha sido el principal responsable de esta rigidez. Al mismo tiempo, el mercado laboral estadounidense ha demostrado una resistencia notable: la tasa de desempleo se ha mantenido cercana a mínimos históricos, lo que limita el margen de la Fed para bajar tipos de forma agresiva sin arriesgarse a un rebrote inflacionario.

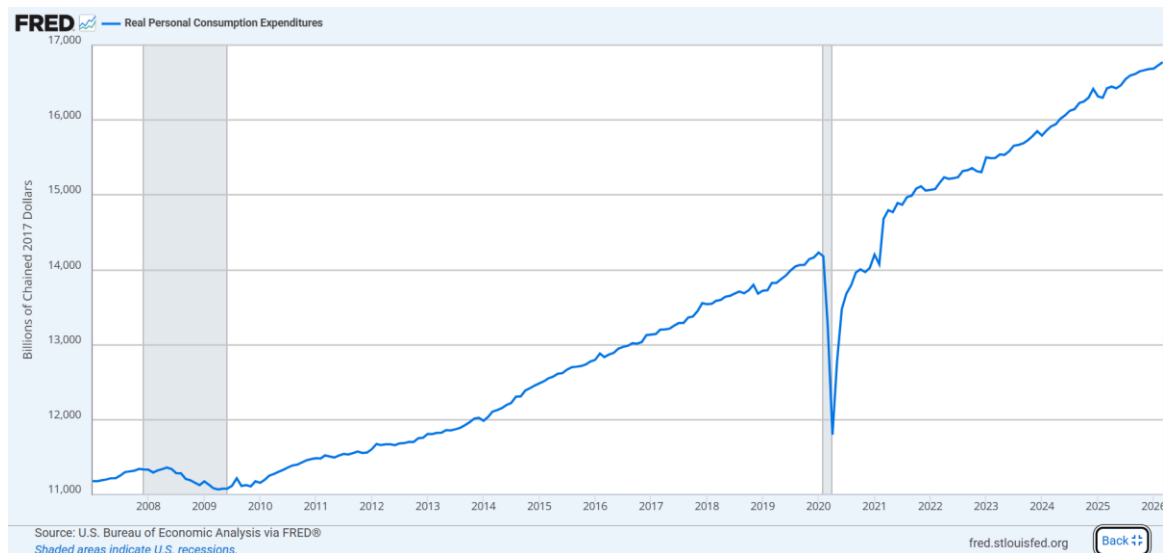


Figura 2.1. Gasto personal en consumo de EE. UU. ajustado a la inflación (consumo real). Fuente: FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis.

La incertidumbre arancelaria como nuevo factor de riesgo

La política arancelaria de la administración Trump, con aranceles generalizados sobre importaciones chinas y europeas anunciados a partir de 2025, ha introducido un nuevo factor de complejidad para la política monetaria. Los aranceles son inflacionarios en el corto plazo puesto que encarecen los bienes importados, pero contractivos en el medio plazo al ralentizar el comercio y el crecimiento. Esta ambigüedad «estanflacionaria» coloca a la Fed en una posición muy incómoda: bajar tipos estimularía la economía, pero podría agravar la inflación importada; subirlos contendría los precios pero agravaría la desaceleración.

Implicaciones para el dólar

En este contexto, el dólar ocupa una posición paradójica. Por un lado, los tipos de interés relativamente elevados en Estados Unidos, comparados con los de la zona euro o Japón, sostienen la demanda de activos denominados en dólares y mantienen la divisa apreciada. Por otro, la incertidumbre sobre la dirección futura de la política monetaria, la presión política sobre la Fed y el deterioro de las cuentas fiscales estadounidenses han comenzado a cuestionar, a ojos de algunos inversores institucionales, la solidez a largo plazo del dólar como activo de reserva.

Esta tensión, entre el soporte que ofrecen los tipos altos y las dudas estructurales sobre la sostenibilidad del privilegio exorbitante de tener la moneda reserva mundial, es el hilo conductor que conecta este capítulo con el núcleo analítico del trabajo. Si la Fed bajara tipos de forma agresiva bajo presión política, el dólar se depreciaría, aliviando el déficit comercial y reduciendo el peso real de la deuda. Pero el precio de esa depreciación, en términos de credibilidad institucional, inflación importada y posible huida de inversores extranjeros de los bonos del Tesoro podría ser muy elevado. Es precisamente esta disyuntiva la que convierte la pregunta central del trabajo en un problema genuinamente difícil.

3. LA RESERVA FEDERAL: HISTORIA, INDEPENDENCIA Y PODER

3.1. La FED desde 2008: crisis financiera, QE, tapering, tipos

Perry Mehrling ha analizado esta transformación bajo el prisma de su *money view*: la Fed dejó de ser un mero prestamista de último recurso para convertirse en un creador de mercado de último recurso garantizando la liquidez no sólo del sistema bancario sino del mercado de financiación mayorista, en el que los Treasuries funcionan como colateral universal. Es una transformación cualitativa, y no sólo cuantitativa, del papel del banco central.

3.2. Tensiones políticas: Trump vs. Powell

La presión política sobre la Fed no es nueva. El precedente más célebre lo protagonizó Richard Nixon con Arthur Burns en 1971-1972: Burns, presionado por la Casa Blanca y deseoso de favorecer la reelección de Nixon, mantuvo una política monetaria laxa que contribuyó decisivamente a la inflación de los setenta. La lección de aquel episodio, junto con la guerra contra la inflación librada por Paul Volcker, alimentó durante cuatro décadas un consenso implícito: el presidente de Estados Unidos no critica públicamente a la Fed.

Ese consenso se rompió durante el segundo mandato de Donald Trump. Desde su llegada al poder en enero de 2025, el presidente ha ejercido sobre Jerome Powell una presión pública y sostenida sin precedentes desde Nixon. A través de Truth Social y de declaraciones constantes, Trump ha exigido bajadas agresivas de tipos, ha comentado que Powell tomaba decisiones tarde, ha sugerido que el dólar está demasiado fuerte y perjudica al sector industrial, e incluso ha explorado públicamente la posibilidad de destituir al presidente de la Fed antes de que expirase su mandato, hipótesis cuya viabilidad legal es muy cuestionable. La presión escaló en 2025 cuando el Departamento de Justicia abrió una investigación criminal sobre supuestos sobrecostes en la renovación del cuartel general de la Fed en Washington, percibida ampliamente como un intento de erosionar la posición de Powell. La investigación se cerró sin cargos en 2026, en parte como condición para que el senador Thom Tillis desbloqueara la confirmación de Kevin Warsh.

La cuestión de fondo, más allá del ruido mediático, es la siguiente: si los mercados perciben que las decisiones del FOMC dejan de basarse en datos macroeconómicos y

empiezan a obedecer a presiones políticas, las expectativas de inflación de largo plazo se desanclan. Y una vez desancladas, la credibilidad sólo puede recuperarse a un coste muy elevado, como demostró el episodio Volcker (1979-1982), que requirió tipos del 20% y una recesión severa para reanclar las expectativas tras los excesos de los setenta. Este es, precisamente, el dilema central del trabajo: la administración Trump tiene incentivos reales para querer un dólar más débil, pero si los inversores extranjeros pierden la confianza en la independencia de la Fed podrían reducir su exposición a los Treasuries, encareciendo el coste de financiación del Tesoro y anulando el supuesto beneficio fiscal de una divisa más débil.

3.3. El presente: la era Warsh

El 13 de mayo de 2026, dos días antes de que expirase el mandato de Powell, el Senado confirmó a Kevin Warsh como nuevo presidente de la Reserva Federal por 54 votos a 45. Se trata de la votación más ajustada para un Fed chair en la era moderna, y la primera en la que la votación previa del Comité Bancario del Senado se produjo enteramente por líneas partidistas. La señal política es inequívoca: una parte sustancial del cuerpo legislativo considera que esta designación supone un riesgo para la independencia institucional de la Fed. Warsh, gobernador de la Fed entre 2006 y 2011 y crítico sistemático del rumbo expansivo de la última década, llega al cargo con un mandato implícito de cumplir las expectativas de la Casa Blanca: tipos más bajos, dólar más débil.

Un elemento llamativo del relevo es que Jerome Powell, contra la tradición, ha decidido permanecer como gobernador. Su mandato como miembro de la Junta no expira hasta 2028 y ha anunciado que mantendrá un perfil bajo, pero conservará su voto en el FOMC. Es un movimiento explícitamente defensivo, orientado a preservar un contrapeso interno que dificulte una alineación automática del comité con las preferencias de la Casa Blanca. El resultado es una Fed más dividida en sus votaciones de lo que ha sido en mucho tiempo.

Para el dólar, las implicaciones son ambiguas. Si Warsh consigue imponer un ciclo de bajadas más agresivo que el que habría dictado un Powell, el diferencial de tipos con la eurozona se estrecharía y el EUR/USD tendería a apreciarse, cumpliendo parcialmente el objetivo implícito de la administración. Pero si los mercados interpretan que la credibilidad

institucional se ha deteriorado, la prima de riesgo sobre los Treasuries a largo plazo subirá: la curva podría empinarse, los tipos a 10 y 30 años podrían no bajar pese al recorte del federal funds rate, y el coste real del servicio de la deuda no necesariamente disminuiría.

4. POLÍTICA FISCAL Y DEUDA: EL CONTEXTO MACROECONÓMICO

Los capítulos anteriores han abordado la política monetaria y la institución que la ejecuta. Sin embargo, ninguna estrategia sobre el dólar puede entenderse al margen del lado fiscal del balance público estadounidense. La deuda del Tesoro no es solo un número contable: es, al mismo tiempo, el activo seguro de referencia del sistema financiero global, es tal su importancia que en todos los modelos financieros, se utiliza para calcular el WACC, y la principal restricción a la que se enfrenta Washington cuando considera debilitar su moneda. Este capítulo sitúa la cuestión del dólar en su contexto macroeconómico: cuánta deuda hay y cómo se compara con la del resto del mundo, cómo afecta ese endeudamiento a los tipos de interés y al tipo de cambio, y de qué manera condiciona las decisiones tanto del Tesoro como de la Reserva Federal.

La paradoja que recorre todo el trabajo se vuelve aquí especialmente nítida. El mismo endeudamiento que genera la tentación de devaluar (porque una inflación y un dólar más débiles erosionan el valor real de la deuda) es también lo que más ata las manos de Estados Unidos, porque cualquier movimiento que comprometa la confianza en los Treasuries amenaza directamente la financiación del propio déficit.

4.1. Evolución y niveles de deuda de las principales economías

La deuda pública de Estados Unidos ha seguido una trayectoria ascendente prácticamente ininterrumpida desde la crisis financiera de 2008 creciendo año tras año como si no tuviese consecuencias negativas. La ratio de deuda federal sobre PIB, que rondaba el 65% antes de la crisis, se disparó con los rescates y el estímulo posterior, volvió a saltar con la pandemia de 2020 (cuando el déficit alcanzó cifras propias de economía de guerra) y desde entonces no ha dejado de crecer. A comienzos de 2026, la deuda bruta del gobierno federal se sitúa en torno al 125% del PIB, mientras que la deuda en manos del público (la métrica más relevante para medir el endeudamiento neto, que excluye la deuda intragubernamental) ronda el 100% del PIB, con cerca de 30 billones de dólares en términos absolutos. La Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO) proyecta que la deuda en manos del público superará el 107% del PIB hacia 2029 y se acercará al 120% en la década de 2030 si no se modifica la legislación vigente.

Conviene, no obstante, situar estas cifras en perspectiva comparada, porque el endeudamiento estadounidense, siendo elevado, no es excepcional entre las economías

avanzadas. Japón es el caso extremo, con una ratio de deuda bruta cercana al 230% del PIB, financiada por inversores domésticos y por el propio Banco de Japón. Este nivel de endeudamiento es excepcional y se ha dado debido a unas características muy particulares, que explicaré más adelante cuando hable de los Carry tardes. En la zona euro, la deuda agregada se sitúa en torno al 88% del PIB, pero con una enorme heterogeneidad interna: Grecia (alrededor del 146%), Italia (en torno al 138%), España (en torno al 100%) y Francia (cerca del 116%) conviven con países fiscalmente conservadores como Alemania. China, por su parte, presenta una ratio de deuda del gobierno general más baja en términos oficiales (en torno al 84%), aunque la cifra esconde un endeudamiento considerable de los gobiernos locales y del sector corporativo.

La comparación revela una asimetría fundamental: aunque Japón está mucho más endeudado que Estados Unidos, nadie teme una crisis del yen como activo de reserva global, sencillamente porque el yen no desempeña ese papel. Estados Unidos, en cambio, soporta una deuda que es simultáneamente el pasivo de su Tesoro y el activo seguro sobre el que se construye el sistema financiero internacional. Es lo que Eichengreen (2011) describe como la doble cara del privilegio exorbitante: la capacidad de endeudarse barato en la propia moneda viene acompañada de la responsabilidad implícita de mantener la integridad de ese activo. Esta condición especial, explica por qué el margen de maniobra fiscal estadounidense es a la vez mayor (puede endeudarse más sin penalización inmediata) y más frágil (cualquier pérdida de confianza tendría consecuencias sistémicas) que el de cualquier otro país.



Gráfico 4.1. Deuda federal estadounidense en manos del público (% del PIB), 1970–2026.

Fuente: Reserva Federal de San Luis (FRED).

4.2. Impacto del endeudamiento público sobre los tipos de interés y la divisa

La relación entre deuda pública, tipos de interés y tipo de cambio no es lineal ni automática, pero sigue una lógica reconocible. Cuando un Tesoro necesita financiar déficits crecientes, debe colocar un volumen cada vez mayor de bonos en el mercado. Si la demanda de esos bonos no crece al mismo ritmo que la oferta, el precio de los *Treasuries* cae y su rentabilidad (su tipo de interés) sube. Esa subida se descompone conceptualmente en dos partes: la trayectoria esperada de los tipos de interés a corto plazo fijados por la Fed y la prima de plazo (*term premium*), el rendimiento adicional que los inversores exigen por asumir el riesgo de mantener deuda a largo plazo. Es precisamente en esta prima de plazo donde se refleja la inquietud del mercado por la sostenibilidad fiscal: cuando los inversores dudan de la disciplina presupuestaria de un gobierno, exigen una compensación mayor y los tipos a largo plazo suben aunque el banco central mantenga estables los tipos a corto. Por este motivo suele afirmarse que el mercado de renta fija, sin ser una herramienta de predicción exacta, ofrece una señal valiosa sobre la dirección que tomará la economía (y, con ella, la renta variable) en los próximos años. El ejemplo más conocido es el de la curva de tipos invertida cuando los tipos a corto superan a los de largo, históricamente uno de los indicadores más fiables de recesión, si bien no infalible.

El coste de este endeudamiento ha dejado de ser una abstracción. En el año fiscal 2025, Estados Unidos pagó alrededor de 970.000 millones de dólares en intereses de su deuda, una cifra equivalente al 3,2% del PIB que supera el máximo histórico anterior, alcanzado en 1991. La CBO proyecta que el gasto en intereses superará el billón de dólares en 2026 y alcanzará los 2,1 billones hacia 2036, convirtiéndose en la partida presupuestaria de crecimiento más rápido y superando el gasto en defensa y, eventualmente, en Medicare. Esta dinámica genera un riesgo de bola de nieve: cuanto más sube el coste de la deuda, mayor es el déficit, lo que obliga a emitir más deuda, lo que a su vez presiona al alza los tipos.

Aquí es donde resulta imprescindible introducir la dimensión que el money view de Mehrling ayuda a explicar. Los bonos del Tesoro estadounidense no son simplemente títulos de deuda: son el colateral por excelencia de los mercados de financiación mayorista, en particular del mercado de repos (acuerdos de recompra), donde instituciones financieras se prestan billones de dólares a corto plazo utilizando *Treasuries* como garantía. Esta función confiere a la deuda estadounidense una demanda estructural que va mucho más allá

del simple atractivo como inversión: el sistema financiero global necesita Treasuries para funcionar, del mismo modo que necesita dólares. Esa demanda estructural es lo que ha permitido a Estados Unidos endeudarse a tipos más bajos de lo que su nivel de deuda sugeriría en aislamiento, sosteniendo el privilegio exorbitante.

En cuanto a la divisa, el vínculo entre deuda y tipo de cambio opera en dos direcciones opuestas, y esta ambigüedad es clave. Por un lado, unos tipos de interés más altos (consecuencia de una mayor emisión de deuda) tienden a fortalecer el dólar, al atraer capital extranjero hacia los activos denominados en esa moneda. Por otro lado, si el endeudamiento alcanza un punto en que los inversores empiezan a cuestionar la solvencia o la disciplina fiscal del país, el efecto puede invertirse: el capital huye, el dólar se deprecia y los tipos suben simultáneamente, una combinación típica de las economías emergentes en crisis pero impensable, hasta hace poco, para Estados Unidos. Episodios recientes (como las tensiones en el mercado de Treasuries de abril de 2025) han mostrado que esa dinámica adversa ya no es un escenario puramente teórico.

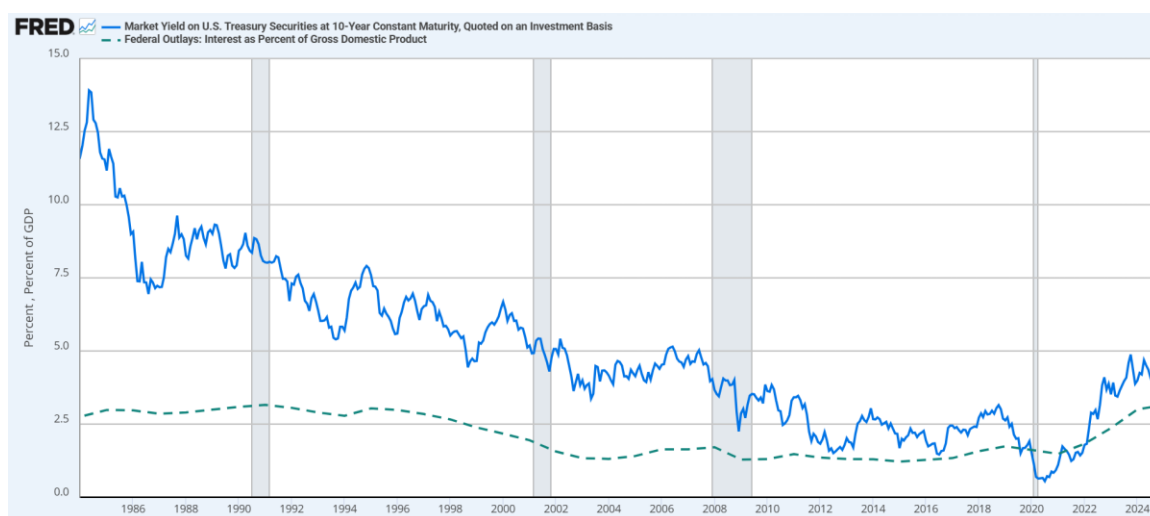


Gráfico 4.2. Rendimiento del bono del Tesoro a 10 años y coste de los intereses de la deuda federal (% del PIB), 1984–2026. Fuente: elaboración propia a partir de Reserva Federal de San Luis (FRED), series DGS10 y FYOIGDA188S.

4.3. Cómo la deuda condiciona las decisiones de política monetaria y fiscal

El nivel de deuda alcanzado no es neutral para la política monetaria. Cuando la deuda pública es muy elevada, cada decisión de la Fed sobre los tipos de interés tiene un impacto fiscal directo y de gran magnitud. Una subida de tipos, además de enfriar la

economía, encarece de forma inmediata el servicio de una deuda que se refinancia constantemente, agravando el déficit. Esta interdependencia da lugar a lo que la literatura denomina *dominancia fiscal*: una situación en la que el banco central, formalmente independiente, ve limitada su capacidad de subir tipos para combatir la inflación porque hacerlo comprometería la sostenibilidad de las finanzas públicas. En el límite, la política monetaria queda subordinada a las necesidades de financiación del Tesoro, invirtiendo la jerarquía habitual entre ambas políticas.

Esta es, precisamente, la conexión profunda entre el capítulo anterior y la pregunta central del trabajo. Las presiones de la administración Trump sobre la Fed para que baje los tipos no responden únicamente a un deseo de estimular el crecimiento o la bolsa: tienen una lógica fiscal incontestable. Con un coste de intereses que ya supera el billón de dólares anuales, cada punto porcentual de reducción en el tipo medio de la deuda supone un ahorro presupuestario de cientos de miles de millones. Una política de tipos bajos, combinada con una inflación moderadamente superior al objetivo, constituye la fórmula clásica de la *represión financiera*: mantener los tipos reales en terreno negativo para que la inflación erosione gradualmente el valor real de la deuda, exactamente el mismo mecanismo que alivió la carga fiscal estadounidense en los años setenta tras el shock de Nixon.

Un dólar más débil encaja perfectamente en esta estrategia. La depreciación de la moneda reduce el valor real de los pasivos denominados en dólares frente a tenedores extranjeros, mejora la competitividad de las exportaciones y contribuye a la inflación importada que ayuda a licuar la deuda. Por eso la cuestión fiscal y la cuestión cambiaria son, en realidad, dos caras de la misma moneda: el incentivo para devaluar nace en buena medida del problema de la deuda. Aquí reside la respuesta parcial a la pregunta que da título al trabajo, que los capítulos posteriores matizarán.

La restricción, sin embargo, es severa. La estrategia de represión financiera y debilitamiento del dólar solo funciona mientras los tenedores de Treasuries (en especial los extranjeros, encabezados por Japón y China) acepten seguir financiando a Estados Unidos a tipos reales bajos o negativos. Si esos inversores anticipan que se les está imponiendo una pérdida deliberada de poder adquisitivo, pueden reducir su exposición, exigir primas mayores o, en el caso de los bancos centrales, diversificar sus reservas. La paradoja se cierra sobre sí misma: la misma deuda que crea el incentivo para devaluar es la que hace que devaluar de forma abierta resulte tan peligroso. La dominancia fiscal empuja hacia tipos

bajos y dólar débil; la dependencia de la financiación exterior empuja en sentido contrario. El equilibrio entre ambas fuerzas es lo que define el estrecho margen de maniobra de Washington, y es el hilo conductor que se desarrollará en los capítulos siguientes.

5. ANÁLISIS DEL DÓLAR Y LOS PRINCIPALES PARES DE DIVISAS

5.1. Importancia del dólar como moneda de reserva mundial

El estatus del dólar como moneda de reserva mundial es el fundamento último de todo el análisis de este trabajo, y conviene cuantificarlo con precisión. Según los datos COFER del Fondo Monetario Internacional correspondientes al tercer trimestre de 2025, el dólar representaba el 56,9% de las reservas mundiales de divisas, frente al 20,3% del euro, el 5,8% del yen japonés, el 4,9% de la libra esterlina y un modesto 1,9% del yuan chino. Sobre un total de reservas globales cercano a los 13 billones de dólares, ninguna otra divisa se aproxima siquiera a la mitad del peso del dólar. Esta posición no es un mero dato estadístico: es la materialización del privilegio exorbitante descrito por Eichengreen (2011) y la razón por la que las decisiones sobre el dólar tienen consecuencias sistémicas que ninguna otra moneda comparte.

Ahora bien, la fotografía estática esconde una tendencia que merece atención. La cuota del dólar ha descendido de forma sostenida desde el 71% que alcanzaba a comienzos de 1999, y desde el entorno del 72% en su máximo de 2001. Este declive de cerca de quince puntos porcentuales en un cuarto de siglo ha alimentado un intenso debate sobre la llamada desdolarización. Conviene, no obstante, interpretar la cifra con cautela. Buena parte de la caída del segundo trimestre de 2025, cuando la cuota bajó con fuerza, no respondió a una reasignación activa de carteras por parte de los bancos centrales, sino a un efecto puramente valorativo: la depreciación del propio dólar reduce el valor en dólares de las reservas denominadas en otras divisas. Ajustada por el efecto del tipo de cambio, la cuota del dólar apenas se movió, lo que sugiere que los gestores de reservas mantuvieron en gran medida sus posiciones. La desdolarización es, por tanto, un goteo lento.

De esta combinación de factores se deriva una conclusión decisiva para el trabajo: el dólar es, a la vez, fuerte y vulnerable. Es fuerte porque ninguna alternativa puede sustituirlo a corto plazo. Pero es vulnerable porque su hegemonía descansa en buena medida sobre la confianza, un activo intangible que, como advierte Kindleberger, puede erosionarse de forma lenta y silenciosa durante años y desplomarse de forma brusca en un episodio de pérdida de credibilidad. Esta tensión entre solidez estructural y fragilidad de la confianza es la que enmarca todo el análisis cambiario que sigue.

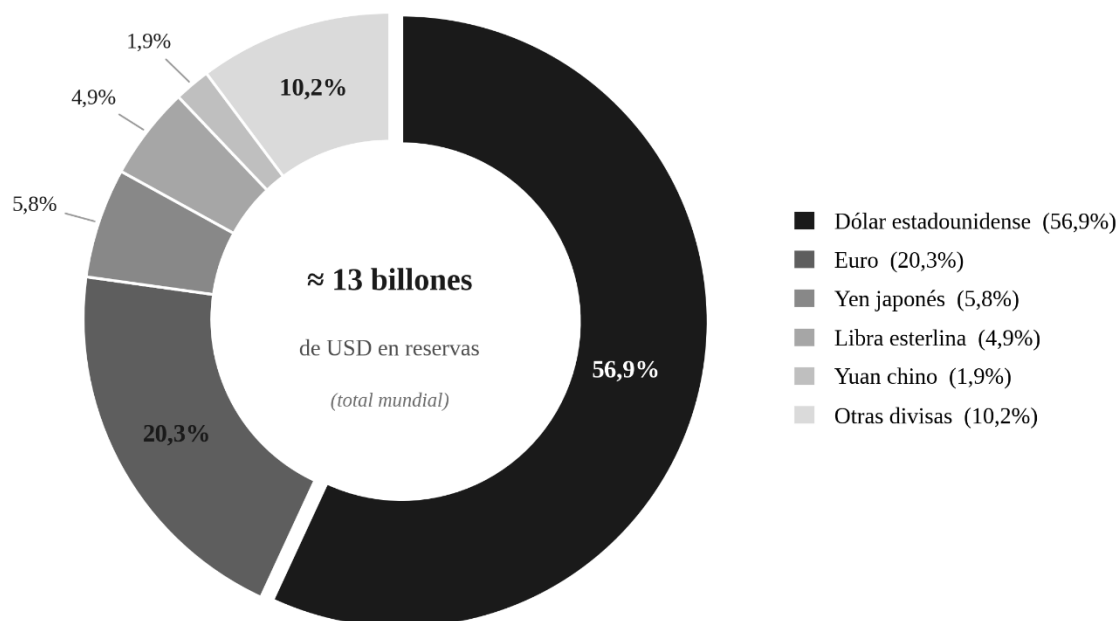


Gráfico 5.1. Composición por divisas de las reservas mundiales (% del total asignado). 2000–2025. Fuente: elaboración propia a partir de los datos COFER del Fondo Monetario Internacional (FMI).

5.2. Principales divisas globales y su relevancia

- El euro (EUR)
- El yen japonés (JPY)
- El yuan chino (CNY)
- La libra esterlina, el franco suizo y el oro

5.3. Evolución del EUR/USD desde la pandemia (2020–2025)

El EUR/USD es el par de divisas más negociado del mundo y, por ello, el espejo más fiel de la fortaleza relativa del dólar. Su evolución desde la pandemia puede leerse como una sucesión de fases que reflejan, casi punto por punto, el ciclo monetario analizado en los capítulos anteriores. Reconstruir esa trayectoria permite comprobar empíricamente la conexión entre el diferencial de tipos Fed-BCE y el valor de la divisa.

En la primera fase, durante el año 2020, el masivo estímulo monetario y fiscal estadounidense, junto con el desplome de los tipos hasta cero, debilitó al dólar: el

EUR/USD se apreció desde el entorno de 1,07 hasta superar 1,22 a comienzos de 2021. La segunda fase, entre 2021 y 2022, invirtió por completo esa dinámica. El ciclo de subidas de tipos más agresivo en cuatro décadas, combinado con el shock energético derivado de la invasión rusa de Ucrania, que golpeó con especial dureza a Europa, llevó al dólar a su máximo. En septiembre de 2022 el EUR/USD cotizó por debajo de la paridad por primera vez desde 2002, un hito simbólico que reflejaba tanto la fortaleza del dólar como la fragilidad de la eurozona.

La tercera fase, que abarca 2023 y buena parte de 2024, fue de consolidación en un rango relativamente estrecho, aproximadamente entre 1,05 y 1,12, a medida que ambos bancos centrales alcanzaban el techo de sus respectivos ciclos de tipos y el mercado anticipaba el inicio de las bajadas. La cuarta y más reciente fase, iniciada a comienzos de 2025, ha estado marcada por una clara debilidad del dólar. El primer semestre de 2025 registró la mayor caída del índice DXY desde 1973: el dólar se depreció con fuerza frente al euro y al franco suizo, impulsado por la incertidumbre arancelaria de la administración Trump, las dudas sobre la independencia de la Fed y el inicio del giro hacia tipos más bajos. El EUR/USD escaló hasta el entorno de 1,16-1,18 y se mantuvo en esa franja durante la segunda mitad del año.

A finales de mayo de 2026, el EUR/USD cotiza en torno a 1,16, todavía dentro de ese rango pero con un sesgo de fondo que la mayoría de los analistas considera alcista para el euro. Lo más relevante de esta última fase, a efectos del trabajo, es que la depreciación del dólar no ha respondido únicamente al diferencial de tipos, sino que incorpora un componente de prima de riesgo institucional: por primera vez en mucho tiempo, parte del mercado está descontando que la credibilidad de la Fed podría deteriorarse bajo la presión política. Es la traducción a precios de la hipótesis central de este trabajo.



Gráfico 5.2. Evolución diaria del tipo de cambio EUR/USD, junio de 2020 – junio de 2026. Fuente: Bloomberg (EURUSD BGN Currency)

5.4. Otros pares relevantes (USD/JPY, USD/CNY, DXY)

El USD/JPY y el peso del carry trade

El caso del yen es paradigmático de hasta qué punto el diferencial de tipos domina sobre el resto de los factores. Pese a la debilidad generalizada del dólar en 2025-2026, el USD/JPY ha permanecido en niveles muy elevados, cotizando a finales de mayo de 2026 en torno a 159 yenes por dólar, cerca del umbral psicológico de 160 que motivó intervenciones cambiarias de las autoridades japonesas. La razón es que, aunque la Fed ha iniciado bajadas, los tipos estadounidenses siguen muy por encima del 0,75% del Banco de Japón, lo que mantiene vivo el carry trade y la presión bajista sobre el yen. Esto ilustra una idea relevante para el trabajo: un debilitamiento del dólar inducido por bajadas de tipos no se transmite por igual a todas las divisas, y frente al yen puede incluso quedar neutralizado mientras el diferencial siga siendo amplio. Además, las eventuales intervenciones del Banco de Japón introducen un riesgo de segundo orden para Estados Unidos: financiar esas intervenciones puede obligar a Tokio a vender Treasuries, presionando al alza los tipos largos estadounidenses.

El USD/CNY y el tipo de cambio gestionado

El USD/CNY se mueve por una lógica distinta a la de los pares de libre flotación. El Banco Popular de China fija diariamente un tipo de referencia y permite que el yuan fluctúe dentro de una banda en torno a él, gestionando activamente la cotización en función de sus objetivos comerciales y de estabilidad financiera. A finales de mayo de 2026 el par cotiza en torno a 6,80 yuanes por dólar, en un entorno de relativa fortaleza del yuan coherente con la mejora de los flujos comerciales chinos. Para el análisis de este trabajo, la clave es que el yuan no responde libremente a los diferenciales de tipos, sino a una decisión política: si Estados Unidos buscara debilitar el dólar, China dispone de herramientas para acompañar o resistir ese movimiento según le convenga, lo que limita la eficacia de cualquier estrategia cambiaria unilateral de Washington frente a su principal rival comercial.

El índice DXY como síntesis

El índice DXY, que mide el dólar frente a una cesta de seis divisas (con el euro como componente dominante, en torno al 57,6%), ofrece la síntesis más utilizada de la fortaleza global del dólar. Tras alcanzar máximos de veinte años por encima de 114 puntos en septiembre de 2022, el índice ha descrito una tendencia descendente: a finales de mayo de 2026 cotiza en torno a 97-98 puntos, cerca de mínimos de varios años y muy por debajo de aquel pico. Esta trayectoria confirma que el dólar ha cedido una parte sustancial de la apreciación acumulada durante el ciclo de subidas, aunque sin desplomarse: el descenso ha sido ordenado, no abrupto, lo que sugiere que el mercado descuenta un debilitamiento gradual y no una crisis de confianza. La distinción es importante para el trabajo, porque la diferencia entre un dólar que se debilita de forma controlada y uno que se desploma es precisamente la línea que separa el escenario deseado por Washington del escenario que más teme.



Gráfico 5.3. Gráfico mensual del índice DXY. Fuente: Bloomberg.

5.5. Qué dicen los analistas: proyecciones y escenarios del EUR/USD

Una vez reconstruida la trayectoria histórica, conviene recoger las proyecciones que manejan los principales analistas para el EUR/USD en el horizonte 2026-2027, no como verdades incontestables (las previsiones cambiarias son notoriamente poco fiables), sino como termómetro del consenso de mercado y, sobre todo, de los supuestos subyacentes que cada casa de análisis da por buenos.

El consenso de partida es claramente alcista para el euro, aunque moderado. Las previsiones de las grandes casas para el cierre de 2026 se agrupan en una horquilla que va aproximadamente de 1,18 a 1,24. ING proyecta un ascenso desde el entorno de 1,18 hasta

1,22 a finales de 2026; J. P. Morgan sitúa el par alrededor de 1,20; y casas como MUFG son aún más optimistas para el euro, con un objetivo cercano a 1,24 que implicaría un debilitamiento adicional del dólar del orden del 5% en términos del DXY. En el extremo más alcista, algunos analistas técnicos sitúan el objetivo de medio plazo en la franja de 1,18 a 1,23, considerando que el pico del dólar ya ha quedado atrás.

El elemento más revelador no son las cifras, sino los supuestos que las sostienen. Prácticamente todas las proyecciones alcistas para el euro comparten un mismo núcleo: asumen que la Fed, ya bajo la presidencia de Kevin Warsh, recortará tipos más de lo que el mercado tenía descontado, mientras que el BCE permanecerá en pausa durante buena parte de 2026. Ese estrechamiento del diferencial de tipos a favor del euro es el motor común de casi todas las previsiones. Dicho de otro modo, el consenso de mercado está descontando, de forma implícita, exactamente el escenario que vertebra este trabajo: una Fed más dovish por motivos en parte políticos y fiscales, que se traduce en un dólar más débil.

Conviene, no obstante, contrastar este consenso con los escenarios alternativos. El primer riesgo al alza para el dólar es que la inflación estadounidense resulte más pegajosa de lo previsto debido al precio del barril de petróleo alto y obligue a Warsh a moderar el ritmo de bajadas, lo que sostendría el diferencial y frenaría la apreciación del euro. El segundo es de naturaleza geopolítica: episodios de aversión al riesgo, como las tensiones en Oriente Medio que han marcado la primera mitad de 2026, tienden a reforzar al dólar por su condición de refugio, aunque sea de forma transitoria. El tercer escenario, más extremo y de baja probabilidad pero de alto impacto, es el de una crisis de confianza en los Treasuries que desencadenara una huida desordenada del dólar; en ese caso, la apreciación del euro sería brusca y desestabilizadora, muy distinta del ajuste ordenado que dibuja el consenso.

De este modo, el análisis de los pares de divisas converge con el resto del trabajo en un mismo diagnóstico. El mercado anticipa un dólar más débil, coherente con los incentivos fiscales y políticos descritos en los capítulos anteriores, pero ese debilitamiento se concibe como gradual y controlado.



Gráfico 5.4. Proyecciones del EUR/USD de las principales casas de análisis para el cierre de 2026 (rango de consenso). Fuente: elaboración propia a partir de informes de ING, J. P. Morgan y MUFG.

6. ESTRATEGIAS DE COBERTURA ANTE CAMBIOS EN EL TIPO DE CAMBIO

A lo largo de los capítulos anteriores se ha argumentado que el dólar estadounidense ocupa una posición singular en el sistema financiero internacional y que existen motivaciones, tanto políticas como macroeconómicas, para que Estados Unidos pudiera desear una divisa más débil. Sin embargo, para cualquier agente económico expuesto a la divisa (ya sea un inversor con activos denominados en moneda extranjera, una empresa exportadora que factura en dólares o un gestor de carteras internacionales) la pregunta relevante no es únicamente por qué podría moverse el tipo de cambio, sino cómo protegerse ante ese movimiento. Este capítulo aborda los instrumentos y estrategias disponibles para gestionar el riesgo de divisa, así como su reverso especulativo: el carry trade, una estrategia que, lejos de cubrir la exposición cambiaria, la asume deliberadamente para capturar el diferencial de tipos de interés entre dos monedas.

La distinción entre cubrir y especular no es meramente terminológica. Como se verá, quien decide no cubrir su exposición a una divisa está, de forma implícita, manteniendo una posición especulativa. Por ello, comprender el carry trade resulta esencial no solo para entender las decisiones de los inversores, sino también para anticipar uno de los principales canales de transmisión a través de los cuales un movimiento brusco del tipo de cambio puede propagarse a los mercados de renta variable globales, una idea que enlaza directamente con la tesis central de este trabajo.

6.1. Instrumentos derivados para cubrir riesgo de divisa

El riesgo de tipo de cambio surge siempre que un agente mantiene activos, pasivos o flujos de caja futuros denominados en una divisa distinta de la suya. Empresas globales como LVMH (que factura cerca del 28% en dólares y sufrió un impacto negativo por divisa del 7% en el primer trimestre de 2026) o la española Puig (cuya cifra de negocio se redujo un 0,8% por efecto cambiario en 2024) ilustran hasta qué punto esta exposición afecta a los resultados y a la cotización. Para gestionarla, los mercados ofrecen distintos instrumentos derivados.

Los principales son cuatro. El forward fija hoy el tipo de cambio de una transacción futura, eliminando la incertidumbre a costa de renunciar a movimientos favorables; los futuros cumplen la misma función, pero estandarizados y negociados en mercados

organizados, lo que los hace más líquidos, aunque menos flexibles. Las opciones otorgan, a cambio de una prima, el derecho, no la obligación, de comprar o vender una divisa, protegiendo frente a movimientos adversos sin renunciar a los favorables. Por último, los swaps permiten intercambiar flujos de principal e intereses en dos monedas durante un período prolongado, habituales en la gestión de financiación internacional.

Instrumento	Obligación / Derecho	Coste inicial	Flexibilidad	Mercado de negociación
Forward	Obligación bilateral <i>Ambas partes deben cumplir</i>	Sin prima <i>(diferencial bid/ask)</i>	Alta <i>Importe y plazo a medida</i>	OTC (extrabursátil) <i>Bilateral con banco</i>
Futuro	Obligación bilateral <i>Con cámara de compensación</i>	Depósito de garantía <i>(margen inicial)</i>	Baja <i>Importes y vencimientos estándar</i>	Mercado organizado <i>CME, Euronext</i>
Opción	Derecho (comprador) <i>No hay obligación de ejercer</i>	Prima (explícita) <i>Coste máximo fijo</i>	Muy alta <i>Protege y permite ganancia</i>	OTC y mercado organizado <i>CME, PHLX, bancos</i>
Swap de divisas	Obligación bilateral <i>Intercambio periódico de flujos</i>	Sin prima <i>(diferencial de tipos)</i>	Media <i>Estructura a medida pero menos adaptable</i>	OTC (extrabursátil) <i>Bancos y grandes corporaciones</i>

Figura 6.1. Comparación de los principales instrumentos de cobertura del riesgo cambiario. Fuente: elaboración propia.

6.2. Ejemplo de cobertura práctica para inversores y empresas exportadoras

Para ilustrar la aplicación concreta de estos instrumentos, considérese el caso de una empresa española exportadora que ha cerrado una venta a un cliente estadounidense por un importe de un millón de dólares, que deben ser abonados en noventa días. Desde el momento de la firma del contrato, la empresa queda expuesta al riesgo de que el dólar se deprecie frente al euro durante esos tres meses: si el tipo de cambio EUR/USD pasa, por ejemplo, de 1,06 a 1,12, el contravalor en euros de su factura se reduciría, erosionando o incluso eliminando el beneficio de la operación.

La cobertura mediante forward resolvería esta incertidumbre de raíz. La empresa contrataría con su entidad bancaria la venta a plazo de un millón de dólares a noventa días, fijando hoy el tipo de cambio de conversión. Con independencia de lo que ocurra en el mercado, la exportadora conocerá con exactitud los euros que recibirá, lo que le permite

planificar su tesorería y proteger su margen comercial. El coste de esta certeza es la renuncia a cualquier beneficio si el dólar se apreciara.

Alternativamente, la empresa podría adquirir una opción put sobre el dólar, que le garantizaría un tipo de cambio mínimo de venta a cambio del pago de una prima. Si el dólar se deprecia, ejercería la opción y limitaría su pérdida; si, por el contrario, el dólar se aprecia, dejaría expirar la opción y vendería los dólares en el mercado al tipo más favorable, habiendo perdido únicamente la prima. Esta estrategia resulta preferible cuando la empresa atribuye una probabilidad superior a un movimiento favorable, o cuando la propia operación comercial tiene riesgo de impago.

El mismo razonamiento se aplica, de forma especular, a un inversor europeo que mantiene una cartera de renta variable estadounidense. Dicho inversor obtiene una doble exposición: a la evolución de las acciones y a la del tipo de cambio EUR/USD. Si desea aislar el rendimiento de los activos de la fluctuación de las divisas, puede recurrir a una cobertura sistemática mediante forwards renovables o a fondos con clase de participación cubierta (hedged), que neutralizan el efecto divisa. En el largo plazo se ha visto que no es del todo rentable cubrir la posición constantemente debido a su coste. La decisión de cubrir o no cubrir no es neutral: implica una toma de posición sobre la dirección futura del tipo de cambio, lo que conduce directamente a la cuestión del carry trade.

6.3. El reverso de la cobertura: el carry trade como exposición no cubierta

El carry trade es una de las estrategias más extendidas y, a la vez, más desestabilizadoras del sistema financiero internacional. En su forma elemental, consiste en endeudarse en una divisa de bajo tipo de interés (la divisa de financiación) para invertir en activos denominados en una divisa de alto tipo de interés (la divisa de destino), capturando el diferencial de tipos como beneficio. La estrategia es rentable mientras el tipo de cambio se mantenga estable o evolucione favorablemente; su gran peligro reside en que una apreciación brusca de la divisa de financiación puede aniquilar en cuestión de días las ganancias acumuladas durante años.

La conexión con la cobertura es directa y, a menudo, poco apreciada. Un inversor que mantiene activos en una divisa de alto rendimiento y decide no cubrir el riesgo cambiario está, de facto, ejecutando un carry trade. La cobertura mediante forward, como se ha visto, elimina precisamente el diferencial de tipos (pues la divisa de alto rendimiento

cotiza a descuento a plazo), de modo que cubrir la posición equivale a renunciar al carry. Existe, por tanto, una tensión inherente: capturar el diferencial de tipos exige aceptar el riesgo de divisa. Las dos subsecciones siguientes examinan los dos carry trades más relevantes del panorama actual, que ilustran respectivamente la lógica de la estrategia y los peligros de la misma.

6.3.1. El carry trade largo en real brasileño y corto en dólar

El par dólar-real brasileño (USD/BRL) constituye uno de los ejemplos paradigmáticos del carry trade en mercados emergentes. La estrategia consiste en financiarse en dólares (o en otra divisa de bajo rendimiento) para invertir en activos brasileños denominados en reales, capturando el elevado diferencial de tipos de interés entre ambas economías. El atractivo de esta operación reside en la magnitud excepcional de dicho diferencial. Con la tasa Selic de Brasil situada en el 14,75% y el tipo de los fondos federales de la Reserva Federal en el rango del 4,25%-4,5%, el diferencial se aproxima a los 1,000 bps, lo que ofrece uno de los rendimientos reales positivos más elevados del mundo y convierte a los activos brasileños en un destino natural para los inversores que practican esta estrategia.

La lógica de la operación es la siguiente: un inversor que se financia en dólares al 4,5% e invierte en deuda brasileña que rinde cerca del 14,75% obtiene un diferencial bruto cercano a diez puntos porcentuales anuales, siempre que el tipo de cambio USD/BRL permanezca estable. El beneficio procede, pues, de dos fuentes potenciales: el diferencial de tipos (el carry propiamente dicho) y una eventual apreciación del real frente al dólar. El riesgo es simétrico e inverso: si el real se deprecia frente al dólar, las pérdidas cambiarias pueden superar con holgura el diferencial de tipos capturado, transformando una operación aparentemente rentable en una pérdida sustancial.

Conviene subrayar, además, que el diferencial de tipos no es gratuito ni constituye una anomalía explotable sin riesgo. La teoría de la paridad descubierta de tipos de interés sostiene que el diferencial debería verse compensado, en promedio y a largo plazo, por una depreciación esperada de la divisa de alto rendimiento. En otras palabras, el elevado tipo de la Selic refleja, en parte, las expectativas del mercado sobre la inflación brasileña, el riesgo fiscal del país y la prima de riesgo asociada a su divisa. La persistente rentabilidad

histórica del carry trade (el hecho de que la paridad descubierta se incumpla sistemáticamente en el corto y medio plazo) es precisamente lo que atrae el capital especulativo hacia esta estrategia, y lo que la hace vulnerable a reversiones abruptas cuando cambia el sentimiento de mercado. No es casual que el propio banco central brasileño haya señalado como riesgos al alza tanto la inflación persistente de los servicios como un tipo de cambio más depreciado.

6.3.2. El carry trade del yen japonés y el riesgo de un desarme desordenado

Si el carry trade del real brasileño ilustra la lógica de la estrategia en un mercado emergente, el carry trade del yen japonés constituye un fenómeno de una escala y unas implicaciones mucho mayores. Durante casi tres décadas, Japón mantuvo tipos de interés en torno a cero o incluso negativos, lo que convirtió al yen en la divisa de financiación por excelencia del sistema financiero global. La operación era de una sencillez engañosa: endeudarse en yenes a coste prácticamente nulo, convertir esos yenes a dólares y otras divisas, e invertir el producto en activos de mayor rendimiento (bonos del Tesoro estadounidense, acciones tecnológicas, deuda y renta variable de mercados emergentes), capturando un diferencial que, durante años, pareció una fuente de beneficio casi garantizada.

La magnitud de esta operación es difícil de saber con certeza, y las estimaciones varían enormemente en función de cómo se delimite el concepto. Las cifras oscilan entre los cuatro y los veinte billones de dólares, dependiendo de la amplitud con que se mida la estrategia. Estimaciones más conservadoras, centradas estrictamente en las posiciones especulativas financiadas en yenes, sitúan el volumen pendiente en cifras notablemente inferiores: Morgan Stanley calculaba en torno a 500.000 millones de dólares en posiciones de carry financiadas en yenes tras el desarme parcial de agosto de 2024. Con independencia de la cifra exacta, lo relevante es la conclusión de fondo: durante décadas, una parte sustancial de la liquidez que sostuvo los mercados de riesgo globales, y en particular las acciones tecnológicas estadounidenses, estuvo financiada, directa o indirectamente, con yenes baratos.

El elemento crítico del momento actual es que ese diferencial, antaño gigantesco, se está reduciendo con rapidez. El Banco de Japón elevó su tipo de referencia hasta el 0,75% en diciembre de 2025, el nivel más alto en treinta años, lo que marca el final

definitivo de la era deflacionaria japonesa. Simultáneamente, la rentabilidad del bono del Estado japonés a diez años ha escalado hasta aproximadamente el 2,8%, un nivel no visto desde 1997. Esta combinación de subida de tipos en Japón y eventuales recortes por parte de la Reserva Federal comprime el diferencial que constituye la razón de ser del carry trade. La consecuencia es que la lógica que sostuvo esta estructura durante una generación se está quebrando: por primera vez en décadas, los inversores institucionales japoneses (fondos de pensiones, aseguradoras de vida, bancos) pueden obtener rendimientos significativos en su propia divisa, sin asumir riesgo de cambio, lo que reduce el incentivo a exportar capital al exterior.

El peligro reside en el desarme de estas posiciones. A medida que los rendimientos japoneses aumentan, el carry trade pierde su ventaja de financiación, lo que obliga a los inversores que se financiaron en yenes a recomprar la divisa para devolver los préstamos; esa recompra fortalece aún más el yen, lo que encarece todavía más la estrategia y provoca nuevos desarmes, en una espiral. El mecanismo es el de una llamada de margen a escala mundial: la apreciación del yen obliga a vender activos de riesgo para recomprar yenes, y esas ventas masivas deprimen los precios de los activos y propagan la volatilidad a través de las fronteras y las clases de activos.

El precedente de agosto de 2024 ofrece una ilustración cuantificable de la magnitud potencial de este fenómeno. Tras una subida de tipos del Banco de Japón combinada con un dato de empleo estadounidense más débil de lo esperado, el yen se apreció con violencia y desencadenó un desarme masivo de posiciones de carry. El índice Nikkei cayó un 12% en una sola sesión (su mayor desplome desde el Lunes Negro de 1987), el S&P 500 retrocedió un 3% ese mismo día y el índice de volatilidad VIX se disparó hasta el nivel de 65, asociado habitualmente a crisis como la de 2008 o la pandemia. Las acciones tecnológicas estadounidenses, favoritas de la operativa financiada en yenes, sufrieron una corrección especialmente acusada; ya un breve desplome tecnológico el 24 de julio había borrado un billón de dólares de capitalización bursátil, anticipando el daño posterior.

La relevancia de este episodio para la tesis de este trabajo es doble. En primer lugar, demuestra que el carry trade del yen actúa como un canal de transmisión directo entre las decisiones de política monetaria (en este caso, del Banco de Japón) y la estabilidad de los mercados de renta variable estadounidenses y globales. En segundo lugar, y más importante, sugiere que el episodio de 2024 fue tan solo un ensayo parcial. Las condiciones

actuales son más adversas: el yen ha permanecido débil durante más tiempo, lo que ha permitido una mayor acumulación de posiciones de carry; el Banco de Japón muestra una determinación mayor hacia la normalización; y el entorno político en torno al dólar se ha vuelto genuinamente impredecible. De hecho, los rendimientos de los bonos japoneses han subido cerca de noventa puntos básicos a lo largo del año y, sin embargo, el yen permanece débil, lo que sugiere que las posiciones de carry pueden haber crecido en lugar de reducirse.

Este punto conecta de manera directa con el núcleo argumental del trabajo. Si Estados Unidos persiguiera (por las razones expuestas en el capítulo siguiente) una depreciación del dólar, y si ello se materializara a través de recortes de tipos de la Reserva Federal que estrecharan aún más el diferencial con Japón, el efecto colateral podría ser precisamente el desencadenante de un desarme del carry trade del yen. Dicho de otro modo, la política orientada a debilitar el dólar no opera en el vacío: interactúa con una estructura de posiciones apalancadas de escala sistémica, cuyo desmontaje desordenado podría forzar a numerosos inversores a liquidar sus carteras de renta variable, con consecuencias que trascenderían ampliamente el mercado de divisas. El desarme del carry del yen es uno de los escasos shocks macroeconómicos capaces de afectar simultáneamente a las divisas, la renta variable y el crédito, debido a su naturaleza apalancada y a la liquidación forzosa que conlleva, y no a una mera cuestión de valoración.

6.4. Qué reflejan hoy los derivados del EUR/USD sobre expectativas futuras

Los instrumentos derivados no solo sirven para cubrir o asumir riesgo de divisa: también constituyen una fuente de información sobre las expectativas del mercado respecto a la evolución futura del tipo de cambio. A diferencia de las previsiones de los analistas, que reflejan opiniones, los precios de los derivados incorporan las apuestas efectivas de agentes que arriesgan su capital, por lo que ofrecen una lectura de las expectativas agregadas del mercado especialmente valiosa.

El precio forward del EUR/USD, por ejemplo, no constituye una predicción del tipo de cambio futuro, sino un reflejo mecánico del diferencial de tipos de interés entre la eurozona y Estados Unidos, conforme a la paridad cubierta. No obstante, su evolución informa sobre cómo el mercado descuenta las trayectorias divergentes de política monetaria del Banco Central Europeo y la Reserva Federal. Más informativos aún resultan los precios

de las opciones sobre el EUR/USD, de los que pueden extraerse dos indicadores fundamentales: la volatilidad implícita, que cuantifica la magnitud de los movimientos que el mercado anticipa, y el risk reversal, que mide el coste relativo de protegerse frente a una apreciación del euro frente al coste de protegerse frente a su depreciación, revelando así el sesgo direccional del mercado.

Una volatilidad implícita elevada señala que el mercado anticipa turbulencias en el par, mientras que un risk reversal sesgado indica si el temor predominante es a un dólar más fuerte o más débil. La lectura conjunta de estos indicadores, junto con el posicionamiento especulativo que reflejan los datos de futuros de divisas, permite calibrar las expectativas del mercado en un momento dado. Esta información resulta directamente relevante para el análisis que sigue, pues si el mercado descontara de manera creciente una depreciación del dólar, ello quedaría reflejado en el sesgo de los risk reversals y en el posicionamiento de los derivados antes de materializarse en el tipo de cambio al contado.

Volatilidad implícita y risk reversal del EUR/USD (junio 2025 - junio 2026)

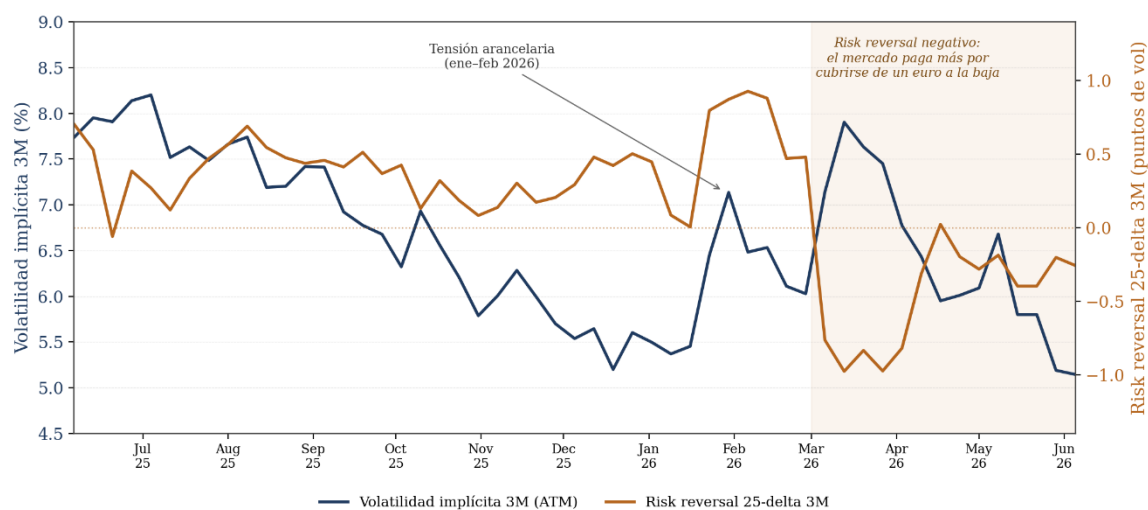


Figura 6.2. Volatilidad implícita a 3 meses y risk reversal 25-delta del EUR/USD (junio 2025 – junio 2026). Fuente: elaboración propia a partir de datos de Bloomberg (EURUSDV3M Curncy para la volatilidad implícita; EURUSD25R3M Curncy para el risk reversal). Datos semanales.

7. POR QUÉ EE. UU. PODRÍA QUERER DEVALUAR EL DÓLAR

A lo largo de los capítulos anteriores se han sentado las bases necesarias para abordar la pregunta central de este trabajo. Este capítulo afronta la pregunta que vertebra todo el análisis: ¿tiene Estados Unidos motivos reales para querer debilitar su propia divisa y, de tenerlos, cómo podría hacerlo?

La respuesta no es trivial. El dólar fuerte es, al mismo tiempo, un símbolo de poder y una restricción estructural. Encarece las exportaciones, amplía el déficit comercial y, en un contexto de deuda pública alta, eleva el coste real del servicio de esa deuda. Una depreciación controlada del dólar, en cambio, podría aliviar simultáneamente varios de los desequilibrios que hoy caracterizan la economía estadounidense. Pero hacerlo sin erosionar la confianza en los activos denominados en dólares, y en particular en los bonos del Tesoro es uno de los equilibrios más delicados que puede intentar cualquier gobierno.

7.1. Mecanismos y motivaciones para promover una divisa más débil

Las motivaciones de Washington para desear un dólar más débil tienen raíces tanto comerciales como fiscales. Desde el punto de vista comercial, el dólar fuerte hace que los bienes estadounidenses resulten comparativamente caros en los mercados internacionales, lo que deprime las exportaciones e incentiva las importaciones. El resultado es un déficit por cuenta corriente estructural que la administración Trump, en ambos mandatos, ha convertido en uno de sus principales argumentos para la guerra arancelaria. Desde la perspectiva fiscal, una divisa depreciada erosiona en términos reales el valor de la deuda denominada en dólares que mantienen los acreedores extranjeros, al reducir su poder adquisitivo en otras divisas. Con una deuda federal que supera los 35 billones de dólares, el incentivo de licuar parte de esa carga mediante la depreciación no es un argumento menor.

El mecanismo más directo para debilitar el dólar sigue siendo la política de tipos de interés. La paridad descubierta de tipos de interés establece que, a igualdad de riesgo, una reducción del tipo de interés real estadounidense respecto al resto del mundo reduce el atractivo de los activos denominados en dólares, genera salidas de capital y presiona la divisa a la baja. Este es el canal por el que las presiones de la administración Trump sobre la Reserva Federal, exigiendo bajadas de tipos agresivas, pueden leerse, más allá de su retórica de estímulo económico, como una estrategia implícita de depreciación cambiaria.

Desde la teoría del *money view* de Perry Mehrling, los Treasuries funcionan como el colateral universal del sistema financiero global: son la base sobre la que se articula el mercado de repos y la liquidez mayorista internacional. Una depreciación del dólar que erosionara la confianza en la solidez de esos activos no sería simplemente un ajuste cambiario. Ese riesgo es, precisamente, el límite que Washington no puede cruzar impunemente. Por ello, la estrategia más inteligente para los intereses estadounidenses no pasa por una depreciación abrupta y declarada, sino por un debilitamiento gradual, articulado a través de distintos canales indirectos.

7.2. Ventajas y desventajas de una devaluación del dólar

Las ventajas de una depreciación del dólar son apreciables en el corto plazo. En primer lugar, mejora la competitividad-precio de los productos estadounidenses en los mercados internacionales, lo que estimula las exportaciones y puede reducir el déficit por cuenta corriente, uno de los objetivos declarados de la administración Trump. En segundo lugar, encarece las importaciones en términos de dólares, lo que, combinado con los aranceles, crearía un efecto de sustitución hacia la producción doméstica, favoreciendo la reindustrialización que Washington persigue. En tercer lugar, la depreciación reduce en términos reales el valor de la deuda denominada en dólares que poseen los acreedores externos, con lo que reduce la carga fiscal efectiva sin necesidad de reformas políticamente costosas. Finalmente, unos tipos de interés reales más bajos, frecuentemente asociados a episodios de depreciación, alivian el coste del servicio de la deuda federal y liberan espacio fiscal.

Sin embargo, los costes son significativos y, a largo plazo, potencialmente graves. El principal riesgo es la pérdida de confianza en el dólar como reserva de valor. Los países y los inversores institucionales que mantienen sus reservas en dólares sufrirían una merma directa de su riqueza ante una depreciación brusca, lo que podría acelerar la diversificación de reservas hacia el euro, el oro o incluso el yuan, erosionando el privilegio exorbitante del que Estados Unidos ha gozado desde Bretton Woods. Un segundo riesgo es la inflación importada: un dólar más barato encarece las importaciones, incluidas las de materias primas denominadas en dólares, lo que puede retroalimentar presiones de precios en un momento en que la inflación ya ha demostrado ser más persistente de lo inicialmente previsto. Por último, una depreciación abrupta del dólar podría desencadenar ventas masivas de

Treasuries por parte de tenedores extranjeros, elevando los rendimientos en el peor momento posible para un Tesoro que necesita refinanciar vencimientos crecientes.

7.3. Cómo podría implementarse indirectamente

Dado que una devaluación formal y declarada del dólar resultaría políticamente incendiaria y financieramente arriesgada, la vía más probable para debilitar la divisa estadounidense pasa por mecanismos indirectos, accionables con mayor discreción y menor riesgo de desestabilización. Se identifican aquí cuatro canales principales.

Presión sobre la Reserva Federal para reducir tipos. Es el canal más directo y el más utilizado políticamente. Si la administración logra que la Fed recorte los tipos de interés de forma más agresiva de lo que justifican los datos de inflación y empleo, el diferencial de tipos entre el dólar y otras divisas se comprime, reduciendo el atractivo relativo de los activos en dólares y presionando el tipo de cambio a la baja. El nombramiento de un presidente de la Fed ideológicamente afín, como se analizó en el capítulo 3 con el caso de Kevin Warsh, es el instrumento institucional para ejercer esta presión de forma sostenida.

Intervención en los mercados de divisas a través del Exchange Stabilization Fund (ESF). El Tesoro de EE. UU. dispone del Exchange Stabilization Fund, un vehículo de intervención cambiaria que puede operar directamente en los mercados de divisas sin necesidad de aprobación del Congreso. Aunque sus recursos son limitados, del orden de 200.000 millones de dólares, y es difícil que por sí solo mueva el mercado de forma sostenida, su utilización envía una señal de intención política que puede amplificar el movimiento cambiario si va acompañada de declaraciones coordinadas. Esta fue, en esencia, la lógica del Acuerdo Plaza, al que se dedica el siguiente apartado.

Acuerdos bilaterales de tipo de cambio con socios comerciales. La administración Trump ha utilizado la amenaza arancelaria como palanca para forzar negociaciones bilaterales con sus principales socios. En ese contexto, la presión para que países como China o Corea del Sur permitan la apreciación de sus divisas frente al dólar tiene el efecto económico equivalente a una depreciación del dólar, aunque presentada políticamente como una exigencia de “comercio justo”.

Dominio fiscal y expansión presupuestaria. Como se analizó en el capítulo 4, la acumulación sostenida de déficits presupuestarios por encima del crecimiento potencial genera presiones que los mercados terminarán internalizando en forma de prima de riesgo sobre los Treasuries o de depreciación cambiaria. Si la trayectoria fiscal de EE. UU. se percibe como insostenible, el mecanismo de ajuste se activará por sí solo, sin necesidad de ninguna decisión discrecional de política cambiaria. Este es el canal del dominio fiscal descrito por Sargent y Wallace (1981): cuando la deuda supera cierto umbral y la consolidación fiscal se vuelve políticamente inviable, la inflación y con ella la depreciación real de la divisa, se convierte en la vía de ajuste de facto.

7.4. Comparación con el Acuerdo Plaza (1985) y otras intervenciones históricas

El referente histórico más invocado en los debates actuales sobre política cambiaria estadounidense es el Acuerdo Plaza, firmado el 22 de septiembre de 1985 en el hotel Plaza de Nueva York por los ministros de finanzas y gobernadores de bancos centrales del Grupo de los Cinco (EE. UU., Japón, Alemania Occidental, Francia y Reino Unido). El contexto era sorprendentemente parecido al actual: el dólar había experimentado una apreciación espectacular entre 1980 y 1985 como consecuencia de la política monetaria restrictiva de Paul Volcker para combatir la inflación, y esa fortaleza del dólar estaba generando un déficit comercial masivo que amenazaba con desatar un proteccionismo sin precedentes en el Congreso estadounidense.

El acuerdo funcionó de forma notable. Entre septiembre de 1985 y principios de 1987, el dólar se depreció cerca de un 40% frente al marco alemán y un 50% frente al yen japonés. El mecanismo central no fue la intervención directa en los mercados, cuyo volumen era insuficiente para mover el tipo de cambio de forma sostenida, sino la señal coordinada de las principales potencias, que transmitió a los mercados una orientación inequívoca. El Plaza estableció así un principio fundamental: la coordinación de expectativas es más potente que la intervención directa. No obstante, el éxito del Plaza tuvo también un reverso: la apreciación excesiva del yen, que a largo plazo perjudicó a la industria exportadora japonesa y la presión deflacionaria que contribuyó al estallido de la burbuja de activos en Japón a comienzos de los noventa.

La pregunta relevante en 2025 es si sería posible replicar el Plaza. La respuesta es, cuando menos, incierta. Las condiciones son parcialmente similares: el dólar está sobrevaluado según la mayoría de los modelos de tipo de cambio de equilibrio, el déficit comercial estadounidense es estructuralmente elevado y existe una voluntad política declarada de corregirlo. Pero las diferencias también son sustanciales. En 1985, los socios del G5 tenían incentivos para cooperar: una depreciación del dólar era preferible a un escenario de proteccionismo generalizado estadounidense. En 2025, la imposición unilateral de aranceles por parte de Washington ha erosionado exactamente esa disposición cooperativa. Además, el mercado de divisas de hoy, con un volumen diario superior a los 7,5 billones de dólares según el BPI, es exponencialmente mayor y más difícil de mover mediante intervención coordinada que el de 1985. El llamado “Acuerdo Mar-a-Lago”, especulado por analistas como Stephen Miran, podría ser el intento moderno de reproducir la lógica del Plaza, pero sin el capital político multilateral que hizo posible el original.

7.5. El paralelismo con la era Trump: aranceles, proteccionismo y la lógica del dólar débil

El segundo mandato de Donald Trump, iniciado en enero de 2025, ha reinstalado en el centro del debate económico global la combinación de aranceles elevados, presión sobre la Fed y retórica cambiaria que ya caracterizó el primero. Sin embargo, la escala es mayor, las instituciones están más debilitadas y el contexto fiscal es considerablemente más grave. En 2025, Estados Unidos enfrenta un déficit presupuestario estructural del orden del 6-7% del PIB, una deuda pública que supera el 120% del PIB y unos intereses netos que absorben más del 3% del PIB, convirtiéndose en la tercera partida del gasto federal.

Los aranceles cumplen en este esquema una función dual. De un lado, son una palanca de negociación bilateral para extraer concesiones comerciales y, eventualmente, cambiarias, de los socios afectados. Del otro, son una fuente de ingresos fiscales que la administración presenta como alternativa a la deuda. Pero su efecto macroeconómico sobre el tipo de cambio es ambiguo: en el corto plazo, los aranceles tienden a apreciar el dólar al reducir las importaciones y mejorar la balanza comercial; en el medio plazo, si generan inflación y desaceleran el crecimiento, lo que los mercados han denominado una “stagflación arancelaria” pueden desencadenar salidas de capital y deprimir el dólar.

El paralelismo con 1971 es, en este punto, más iluminador que el del Acuerdo Plaza. Nixon utilizó los aranceles no para proteger la industria en sentido clásico, sino para forzar

una reconfiguración del sistema monetario internacional en términos más favorables para EE. UU. Trump parece seguir una lógica análoga: los aranceles son el instrumento, pero el objetivo final, reducir el déficit comercial, aliviar la carga de la deuda y relanzar la industria manufacturera doméstica, implica, en su lógica interna, un dólar más débil. La diferencia fundamental es que Nixon tenía un sistema de tipos fijos que podía renegociar; Trump opera en un mundo de tipos flotantes donde la depreciación no se decreta sino que se induce, con todos los riesgos de pérdida de control que eso conlleva.

El riesgo más profundo de la estrategia trump-arancelaria con respecto al dólar es lo que Eichengreen ha denominado el dilema del hegemón: el privilegio del dólar depende de la confianza global en las instituciones y la previsibilidad de la política económica estadounidense. Cada decisión unilateral, un arancel sorpresivo, una presión pública sobre la Fed, una amenaza de impago de deuda, consume parte de ese capital institucional. La hegemonía monetaria no se pierde de golpe, pero tampoco se recupera fácilmente una vez erosionada. La experiencia del Reino Unido tras la Primera Guerra Mundial, analizada por Kindleberger, es el recordatorio histórico más sobrio de lo que está en juego: la libra esterlina tardó décadas en ceder su posición al dólar, pero cuando lo hizo fue de forma irreversible.

8. CONCLUSIONES

Este trabajo partió de una pregunta que, en apariencia, resulta contraintuitiva: ¿por qué la mayor economía del mundo, emisora de la moneda de reserva global, podría tener interés en debilitar precisamente esa moneda? A lo largo de los capítulos anteriores se ha construido una respuesta articulada, que no es simple ni concluyente en el sentido de una fórmula matemática, pero sí lo suficientemente sólida como para defender una tesis: Estados Unidos tiene incentivos estructurales reales para promover una depreciación lenta y gradual del dólar, y el mecanismo más probable para ejecutarla no es una intervención cambiaria declarada, sino la tolerancia sostenida de una inflación moderadamente elevada que erosione en términos reales el valor de su deuda y comprima gradualmente el tipo de cambio efectivo.

El primer hallazgo del trabajo es de naturaleza histórica. La hegemonía del dólar no es un accidente: es el resultado de decisiones políticas tomadas en Bretton Woods en 1944 y confirmadas, de forma paradójica, por el Nixon Shock de 1971, que demostró que el dólar podía mantener su centralidad incluso desvinculado del oro. Esa hegemonía genera el privilegio exorbitante descrito por Eichengreen: la capacidad de endeudarse en la propia moneda, a tipos inferiores a los del mercado, exportando parte del coste de ese endeudamiento al resto del mundo. Pero ese mismo privilegio crea una trampa estructural. Un dólar permanentemente fuerte ensancha el déficit comercial, penaliza la industria exportadora y, en un contexto de deuda pública que supera el 120% del PIB, eleva el coste real del servicio de esa deuda más allá de lo que la trayectoria fiscal puede sostener cómodamente.

El segundo hallazgo tiene que ver con la institución que más directamente determina el valor del dólar: la Reserva Federal. El análisis histórico revela que la independencia de la Fed no es un atributo constitucional inalterable, sino una convención política que ha sido sometida a presión en múltiples ocasiones. El Acuerdo del Tesoro y la Fed de 1951 estableció el principio de que el banco central no debe monetizar la deuda pública según la conveniencia del gobierno; la era Volcker lo reafirmó con el coste de una recesión deliberada. Hoy, la arquitectura resultante del segundo mandato Trump, con Kevin Warsh al frente de la Fed y Jerome Powell permaneciendo como gobernador en una estructura de facto bicéfala, plantea interrogantes reales sobre si esa convención seguirá siendo respetada. Una Fed que, bajo presión política, tolere tipos reales negativos de forma

sostenida estaría ejecutando, sin necesidad de decirlo, exactamente la estrategia que este trabajo analiza.

El tercer hallazgo es macroeconómico. El nivel de deuda pública estadounidense no es solo un problema de sostenibilidad presupuestaria; es el factor que condiciona todas las demás decisiones de política económica. Con los intereses netos superando el 3% del PIB y la deuda en manos extranjeras representando cerca de una cuarta parte del total, cualquier decisión sobre tipos de interés tiene ahora una dimensión fiscal que antes era menor. El riesgo de dominancia fiscal, descrito por Sargent y Wallace, deja de ser una abstracción teórica y se convierte en una posibilidad operativa. Cuando la consolidación fiscal resulta políticamente inviable, la inflación moderada se convierte en el mecanismo de ajuste de facto, y con ella llega, casi inevitablemente, una depreciación real del dólar.

La tesis que defiende este trabajo es, por tanto, la siguiente: el escenario más probable para el dólar en el horizonte de los próximos cinco a diez años no es una devaluación abrupta ni un colapso de su hegemonía, sino una depreciación lenta, gradual y en gran medida no declarada, articulada a través de tres canales simultáneos: una Fed que, bajo presión política creciente, tolera una inflación del 3-4% en lugar de insistir en el retorno al objetivo del 2%; unos tipos reales que se mantienen en terreno negativo o nulo, reduciendo el atractivo relativo de los activos en dólares; y una depreciación cambiaria gradual del DXY que mejora la competitividad exterior y reduce en términos reales la carga de la deuda denominada en dólares. Nadie tendrá que anunciarlo. Ocurrirá como consecuencia acumulada de decisiones que, tomadas individualmente, tendrán siempre una justificación de corto plazo: estimular el empleo, evitar la recesión, aliviar el coste del endeudamiento federal.

Este escenario tiene un límite crítico que no puede ignorarse: el desanclaje de las expectativas de inflación. Una inflación del 3% sostenida y controlada es manejable; una que escale al 5-6% porque los mercados perciben que la Fed ha perdido su independencia efectiva sería devastadora, tanto para la economía doméstica como para la posición internacional del dólar. La diferencia entre ambos escenarios depende casi enteramente de la credibilidad de la Reserva Federal como ancla nominal. Es el equilibrio más delicado de toda la ecuación, y es precisamente el que la dinámica política actual ponía más en riesgo. Si la Fed pierde esa credibilidad, no formalmente, sino en la percepción de los mercados,

el mecanismo de depreciación gradual y controlada puede convertirse en algo mucho más descontrolado de lo que ningún actor de Washington habría deseado.

Desde la perspectiva del *money view* de Perry Mehrling, el riesgo más sistémico no es la depreciación del dólar en sí misma, sino la eventual pérdida de confianza en los Treasuries como colateral sin riesgo. El mercado de repos, la liquidez mayorista global y el sistema de pagos internacional se articulan sobre la premisa de que los bonos del Tesoro estadounidense son el activo más seguro del mundo. Si esa premisa se cuestionara, por una inflación persistente, por un episodio de dominancia fiscal o por una crisis de credibilidad de la Fed, el shock no sería cambiario sino estructural, afectando a la propia base del sistema financiero global. Es un riesgo de baja probabilidad, pero de consecuencias incalculables, y es el argumento más poderoso para que Washington maneje la estrategia de depreciación con extrema cautela.

En cuanto a la posición relativa del dólar frente a sus potenciales alternativas, el análisis conduce a una conclusión más conservadora de lo que el debate público a veces sugiere. El euro carece de la profundidad y la unidad fiscal necesarias para absorber la demanda global de activos seguros. El yuan está sujeto a controles de capital que limitan estructuralmente su convertibilidad. El oro no genera rendimiento y no puede escalar como activo de reserva en un sistema financiero globalizado de la magnitud actual. La hegemonía del dólar, como argumentó Kindleberger, no se sostiene por sus méritos absolutos sino por la ausencia de alternativas suficientemente creíbles. Esa condición sigue vigente, y es la principal razón por la que incluso una depreciación significativa del dólar no implicaría automáticamente el fin de su hegemonía, sino, en el mejor de los casos, su recalibración hacia un sistema monetario internacional algo más multipolar.

Finalmente, una reflexión de carácter personal. El ejercicio intelectual que ha supuesto este trabajo ha confirmado una intuición de partida: los grandes movimientos del sistema monetario internacional no se entienden analizando únicamente los datos de tipos de cambio o los modelos de equilibrio. Se entienden después de poner en relación la historia, la institución, la política y los incentivos de los actores. La pregunta “¿por qué EE. UU. querría devaluar el dólar?” no tiene una respuesta en ningún informe del FMI ni en ningún discurso oficial de la Fed. Tiene su respuesta en la lógica interna de un sistema que ha acumulado desequilibrios durante décadas y que a mi parecer, tarde o temprano, necesita un mecanismo de ajuste. La depreciación gradual, silenciosa y plausiblemente negable es,

a mi juicio, ese mecanismo. Y el momento en que su probabilidad ha aumentado de forma más notable es precisamente el que estamos viviendo.

Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Ibon Rodríguez López, estudiante de Administración y dirección de Empresas de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "¿Por qué EE. UU. querría devaluar el dólar?", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación.

1. Brainstorming de ideas de investigación: Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. Crítico: Para encontrar contra-argumentos a una tesis específica que pretendo defender.
3. Referencias: Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
4. Corrector de estilo literario y de lenguaje: Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
5. Sintetizador y divulgador de libros complicados: Para resumir y comprender literatura compleja.
6. Traductor: Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 03/06/2026

Firma: Ibon Rodríguez López

BIBLIOGRAFÍA

- Eichengreen, B. (2011). *Exorbitant privilege: The rise and fall of the dollar and the future of the international monetary system*. Oxford University Press.
- Gopinath, G., Boz, E., Casas, C., Díez, F. J., Gourinchas, P.-O., & Plagborg-Møller, M. (2020). Dominant currency paradigm. *American Economic Review*, 110(3), 677–719.
- Kindleberger, C. P. (1973). *The world in depression, 1929–1939*. University of California Press.
- Mehrling, P. (2011). *The new Lombard Street: How the Fed became the dealer of last resort*. Princeton University Press.
- Miran, S. (2024). *A user's guide to restructuring the global trading system*. Hudson Bay Capital.
- Rogoff, K. S. (2025). *Our dollar, your problem: An insider's view of seven turbulent decades of global finance, and the road ahead*. Yale University Press.
- Sargent, T. J., & Wallace, N. (1981). Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5(3), 1–17.
- Triffin, R. (1960). *Gold and the dollar crisis: The future of convertibility*. Yale University Press.