



---

## Ningún país fue jamás arruinado por el comercio

---

### Camp David

En abril de 1987, el presidente Ronald Reagan pronunció un discurso radial en Camp David advirtiéndolo a los estadounidenses sobre los peligros de las políticas comerciales proteccionistas:

*"Al principio, cuando alguien dice: 'Impongamos aranceles a las importaciones extranjeras', parece que están haciendo lo patriótico al proteger los productos y empleos estadounidenses. Y a veces por un corto tiempo funciona, pero solo por un corto tiempo. Lo que finalmente ocurre es: primero, las industrias locales comienzan a depender de la protección del gobierno en forma de aranceles altos. Dejan de competir y dejan de hacer los cambios tecnológicos y de gestión innovadores que necesitan para tener éxito en los mercados mundiales. Y entonces, mientras todo esto sucede, ocurre algo aún peor. Los altos aranceles conducen inevitablemente a represalias por parte de países extranjeros y al desencadenamiento de feroces guerras comerciales. El resultado es más y más aranceles, barreras comerciales cada vez más altas y cada vez menos competencia. Entonces, pronto, debido a los precios artificialmente altos por las tarifas que subsidian la ineficiencia y la mala gestión, la gente deja de comprar. Entonces sucede lo peor: los mercados se contraen y colapsan; empresas e industrias cierran; y millones de personas pierden sus empleos".*

Reagan añadió:

*"De hecho, en todo el mundo hay una creciente conciencia de que el camino hacia la prosperidad para todas las naciones es rechazar la legislación proteccionista y promover la competencia justa y libre. Ahora bien, hay sólidas razones históricas para ello. Para aquellos de nosotros que vivimos la Gran Depresión, el recuerdo del sufrimiento que causó es profundo y abrasador. Y hoy en día, muchos analistas económicos e historiadores argumentan que la legislación de altos aranceles aprobada en ese período, llamada tarifa Smoot-Hawley, profundizó en gran medida la depresión e impidió la recuperación económica.<sup>1</sup>*

Casi cuatro décadas después, sus advertencias han quedado en el olvido. El 2 de abril de 2025, el gobierno de EE. UU. implementó un cambio de política histórico con implicaciones para la inflación, el crecimiento, el comercio mundial y los precios de los activos. En efecto, promulgó el mayor aumento de impuestos orientado al consumidor en más de 50 años, sin llamarlo tal. Los aranceles sobre los productos importados han aumentado del 2,5 por ciento a entre el 24 y el 34 por ciento, dependiendo de cómo se aplique la nueva fórmula del "arancel recíproco". La última vez que el régimen arancelario de Estados Unidos fue tan agresivo, Calvin Coolidge era presidente, y el mundo todavía estaba en el patrón oro.

La fórmula elegida por la administración tiene poca base en la economía del comercio y aún menos en la teoría macroeconómica. No se trata tanto de nivelar el campo de juego como de aprovechar el shock como herramienta de negociación.

### Descifrando los números: 24% vs. 34%, y la colonia de langosta francesa que rompió el modelo

Pongamos algo de estructura al caos.

Algunos estiman que el promedio combinado de la tasa arancelaria de los Estados Unidos bajo el nuevo régimen es de ~ 24%, suponiendo que la fórmula recíproca reemplace los aranceles existentes para productos específicos en todas las importaciones.

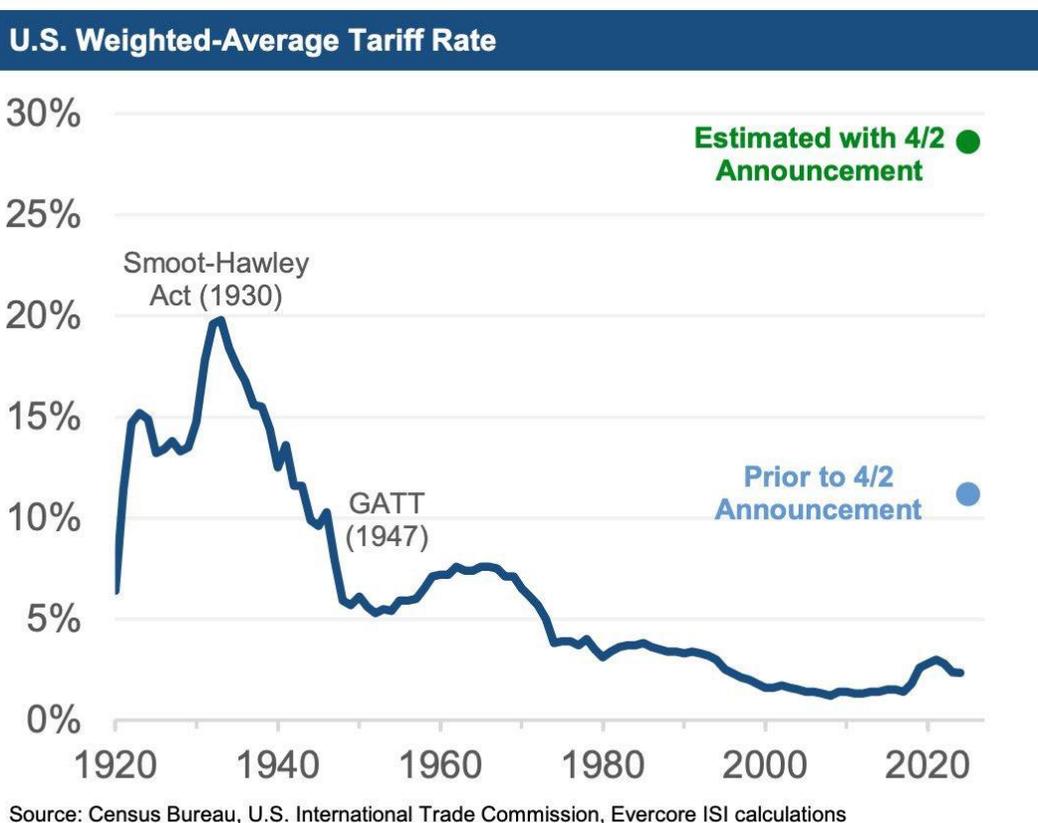
---

<sup>1</sup> Biblioteca Presidencial Ronald Reagan, 25 de abril de 1987

**Contexto histórico:** Esto representaría la tasa arancelaria promedio más alta desde la Ley Smoot-Hawley de 1930, que ayudó a convertir una recesión en una depresión.

Otros sugieren que la tasa efectiva podría llegar al 34%, especialmente si se centra en gran medida en países con grandes superávits comerciales bilaterales (por ejemplo, China, Vietnam y México).

**Contexto histórico:** Un arancel promedio del 34% superaría incluso los niveles nominales máximos de Smoot-Hawley, lo que la convertiría en la política proteccionista más agresiva de la historia moderna de Estados Unidos.



2

Pero el verdadero problema es el método de cálculo. En lugar de basar las tasas arancelarias en métricas concretas como el riesgo de la industria, las barreras no arancelarias o las diferencias de IVA, la administración utilizó la siguiente fórmula:

$$\text{MAX}(10\%, (\text{Importaciones} - \text{Exportaciones}) / \text{Importaciones})$$

**No** los aranceles reales de un país impuestos a los productos estadounidenses.

Esto significa que estos aranceles no son simplemente una ficha de negociación para reducir las restricciones comerciales a los EE. UU., sino más bien una política más duradera destinada a reducir el déficit comercial. En otras palabras, podrían durar mucho más de lo que el mercado espera.

Esto ha producido algunos de los resultados de política más absurdos que se recuerdan. San Pedro y Miquelón, un territorio francés de ultramar frente a la costa de Terranova con una población de solo 5.800

---

<sup>2</sup> Núcleo perenne

habitantes, ahora enfrenta una tasa arancelaria estadounidense del 99%, la más alta del mundo. ¿Por qué? Probablemente porque exportan una cantidad nominal de bienes a los EE.UU. (digamos, 3,4 millones de dólares en crustáceos) y no importan nada a cambio.

### – 2024 : U.S. trade in goods with St Pierre and Miquelon

*NOTE: All figures are in millions of U.S. dollars on a nominal basis, not seasonally adjusted unless otherwise specified. Details may not equal totals due to rounding. Table reflects only those months for which there was trade.*

Month	Exports	Imports	Balance
January 2024	0.0	0.0	-0.0
April 2024	0.0	0.0	0.0
May 2024	0.0	0.0	0.0
July 2024	0.0	3.4	-3.4
September 2024	0.0	0.0	-0.0
<b>TOTAL 2024</b>	<b>0.1</b>	<b>3.4</b>	<b>-3.4</b>

3

Conecte eso al algoritmo de la Casa Blanca (cero importaciones) y obtendrá:

$(0 - 100.000) / 0 = \text{indefinido}$ , el valor predeterminado es la función MAX = 99%

Felicitaciones: ahora hemos construido un régimen arancelario que trata a un pueblo de pescadores franceses como si estuviera inundando a EE.UU. con acero subsidiado.

Esto no es política. Esta es una fórmula de Excel que se ha vuelto rebelde. Y resume perfectamente el enfoque de la administración: impactante, escénico y matemáticamente incoherente.

### Los aranceles no son una estrategia. Son teatro político.

No hay evidencia de que esto vaya a revertir la dinámica estructural del comercio. El empleo manufacturero de Estados Unidos ha caído del 40% en 1950 al 7% en la actualidad, y la productividad, *no el comercio*, es el principal impulsor. Una estimación encontró que el 88% de las pérdidas de empleos manufactureros en EE. UU. entre 2000 y 2010 se debieron a la automatización y la robótica.<sup>4</sup> La idea de que los aranceles impulsarán una reindustrialización duradera es una fantasía que no está respaldada ni por datos ni por precedentes.

Incluso Alemania, un país que constantemente tiene superávits comerciales, ha experimentado una disminución equivalente en la participación del empleo manufacturero en las últimas dos décadas. Como tal, la noción de que reequilibrar el comercio dará lugar a grandes aumentos del empleo malinterpreta la naturaleza de los mercados laborales en las economías postindustriales.

Y no, los aranceles no pueden sustituir al impuesto sobre la renta. Las importaciones suman alrededor de 3 billones de dólares. El impuesto federal sobre la renta genera 2,5 billones de dólares.<sup>5</sup> Reemplazar eso requeriría un impuesto del 85% sobre las importaciones, lo que colapsaría los flujos comerciales y devastaría el consumo interno. Incluso si se pudiera hacerlo, equivaldría a un impuesto regresivo que castiga a los hogares de bajos ingresos, los menos capaces de absorber los crecientes costos de los alimentos, la ropa y los artículos para el hogar.

### Inflación: no todos los shocks de oferta son iguales

<sup>3</sup> Oficina del Censo de EE. UU.

<sup>4</sup> Oficina de Estadísticas Laborales, "El mito y la realidad de la fabricación en Estados Unidos" (2017)

<sup>5</sup> Oficina de Investigación del Congreso de Análisis Económico, Oficina de Presupuesto del Congreso.

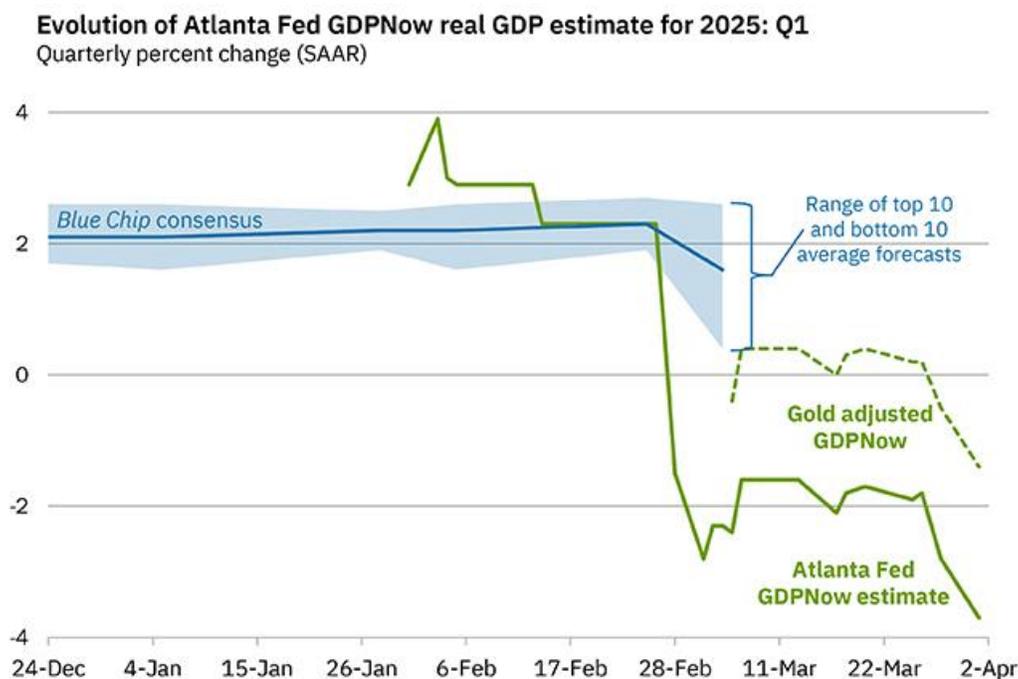
Estos aranceles son inflacionarios a corto plazo. Evercore estima que podrían aumentar el PCE subyacente entre un 1% y un 1,5% a mediados de 2025. Esto pone a la Fed en una posición difícil:

- La inflación general aumenta, incluso cuando los mercados laborales se enfrían y los datos prospectivos se vuelven débiles.
- La Fed puede volverse más acomodaticia no a pesar de los aranceles, sino porque éstos deprimen la demanda y la inversión corporativa.

Esto crea un escenario incómodo en el que los recortes de tipos coexisten con una inflación pegajosa. Los mercados pueden tolerar muchas cosas, pero la estanflación ligera no es una de ellas.

### El riesgo de estanflación: los aranceles como nuevo shock de oferta

El aumento de los precios frente a un crecimiento negativo es un riesgo real, que la política comercial arrogante puede estar subestimando. La reestructuración del orden comercial mundial plantea amenazas simultáneas para el crecimiento económico y la estabilidad de precios que la Reserva Federal puede tener dificultades para combatir de manera efectiva.



6

*"La estanflación es como verse obligado a tratar dos enfermedades opuestas con el mismo medicamento".*  
**-Paul Samuelson**

La estanflación de la década de 1970 no fue un evento único, sino una serie de errores de política que chocaron con shocks externos. Los embargos petroleros de la OPEP crearon choques de productividad en toda la economía, ya que el costo de este insumo esencial se cuadruplicó. Cuando la Fed endureció su política monetaria en respuesta, aplastó el crecimiento sin abordar las limitaciones de la oferta, lo que requirió las dolorosas tasas de interés del 20% de Volcker para finalmente romper el ciclo.

El escenario actual es diferente, pero crea condiciones económicas similares a través de los aranceles. La presión inflacionaria no proviene de una política monetaria excesivamente agresiva, sino de los impuestos a las importaciones con efectos inmediatos en los precios al consumidor. La reducción de las tasas de

<sup>6</sup> Gráfico proporcionado por la Reserva Federal de Atlanta, a 1/4/2025

interés no cambiará esta política y, de hecho, podría aumentar la presión inflacionaria en áreas sensibles a las tasas, como la vivienda.

Entonces, **¿cómo reaccionará Powell?**

La Fed ha permitido que la inflación se sitúe por encima del objetivo durante más de cuatro años, y el progreso se ha estancado. Si bien los datos blandos muestran crecientes preocupaciones sobre el mercado laboral, aún no hemos visto una caída del empleo que domine el doble mandato. Existe el argumento de que la Fed debería mirar más allá de la inflación impulsada por la política y flexibilizar su política para contrarrestar la desaceleración interna. Las tasas de los bonos del Tesoro ya han caído sustancialmente, pero dadas las experiencias recientes, esta puede ser una narrativa difícil de vender.

### **Política exterior y confianza financiera: el riesgo de represalias**

No se trata solo de economía. Los socios comerciales están preparando represalias, y los gestores de activos globales están observando con inquietud. Deutsche Bank señaló la posibilidad de una "crisis de confianza en el dólar", citando el creciente riesgo de:

- Un dólar estadounidense estructuralmente más débil,
- Primas a plazo más altas del Tesoro, y
- Una reevaluación de la confiabilidad institucional de Estados Unidos.

Mientras tanto, una creciente narrativa en los márgenes, a veces llamada el "Acuerdo de Mar-a-Lago", imagina los aranceles como solo una pata en un reajuste estratégico más amplio: una política de dólar débil, fondos soberanos, reestructuraciones de bonos del Tesoro con cupón cero y costos compartidos de defensa con los aliados. Pero hasta ahora, lo que hemos visto parece menos un gran diseño y más una campaña de improvisación sin estrategia de salida.

### **Posicionamiento de la cartera: qué está descontado y qué no**

- **Renta variable:** Los márgenes están bajo presión. La narrativa de la resiliencia de la cadena de suministro puede ser sometida a pruebas de estrés en tiempo real. Las empresas con exposición al sector manufacturero asiático, especialmente a Vietnam (arancel del 46%), ya están experimentando una compresión de sus valuaciones.
- **Tasas:** Con la Fed encajonada, se espera un tira y afloja entre recortes orientados al crecimiento y un sesgo restrictivo anclado en la inflación. La curva podría empinarse si sube la prima por plazo.
- **Crédito:** Los diferenciales de crédito podrían ampliarse modestamente, especialmente en los sectores sensibles al consumidor y con exposición internacional. La cautela en inversiones de capital y la incertidumbre política no son buenas para la dinámica del apalancamiento.
- **Moneda:** El dólar se ha mantenido bien, pero la erosión de la credibilidad institucional y el riesgo de campañas de desdolarización en represalia podrían pesar sobre los flujos a largo plazo.

### **Reflexión final: Esto no es una guerra comercial. Es un experimento político.**

Los aranceles no se están utilizando como una herramienta racional de ajuste económico, sino como un arma contundente en un teatro populista de represalias. Los resultados, hasta ahora, incluyen un impuesto a los consumidores estadounidenses, una inflación creciente, una disminución de la confianza empresarial y confusión global.

Se suponía que esto fortalecería la economía de Estados Unidos. En cambio, está importando inflación, exportando confianza y erosionando la capacidad del mercado para valorar el riesgo.

Lo aterrador no es que esto haya sucedido. Lo aterrador es que fue deliberado.