Reporte Especial

Departamento de Estudios Económicos

ABRIL 2025

El Desconcertante Gobierno de Donald Trump

El Desconcertante Gobierno de Donald Trump

Guillermo Arbe guillermo.arbe@scotiabank.com.pe

Se habla mucho de la incertidumbre que está generando las políticas del gobierno del presidente Donald Trump. Tal vez la situación requiera de un término más fuerte para describir la sensación de desconcierto y perplejidad que existe. Si bien es, efectivamente, incierto el impacto de las políticas del gobierno de Trump, esta incertidumbre es un estado frecuente en la economía. Es menos frecuente la situación de desconcierto, confusión y perplejidad que existe hoy respecto no sólo del impacto de las medidas del gobierno de Trump, sino del significado, razones, envergadura y objetivos finales de su política. Es decir, qué está haciendo, por qué lo está haciendo, qué más pretende hacer, y cuál es el estado de cosas al cual busca llegar.

No saber la respuesta a estas preguntas es fuente de volatilidad en los mercados, y un nivel de desconfianza en la política del gobierno de Trump que podría derivar en cambios estructurales duraderos en el funcionamiento de la economía global. Cambios como una transformación en las relaciones comerciales y en las cadenas de valor productivo mundiales. Se habla, también, de un cambio paradigmático en el rol del dólar a nivel global, y en el funcionamiento de los activos en dólares como activos de refugio.

El dólar como refugio de valor.- El dólar ha venido siendo la moneda preferida como refugio de valor mundial ante episodios de incertidumbre. En forma correlacionada, los bonos de tesoro de EEUU, BTs, habían venido funcionando como el activo de valor preferido. El comportamiento de ambos mercados pone en cuestionamiento sus roles como refugios de valor global. En el pasado, eventos inciertos como las políticas arancelarias del gobierno de Trump habría hecho que el dólar se fortaleciera, al atraer a flujos financieros. Lo que ha pasado desde que la administración Trump está en el poder es que el dólar se ha debilitado.

En las últimas semanas el rendimiento de los BTs ha estado presionado al alza, reflejando una salida de los fondos de inversión globales de BTs, y hacia activos en otras monedas. Los inversionistas japoneses están regresando a activos del Japón y al yen, los inversionistas de la Unión Europea están regresando al euro y a los bonos europeos (en particular de Alemania). El fortalecimiento del franco suizo probablemente refleje flujos provenientes de una serie de países que no tienen activos propios lo suficientemente atractivos.

Este comportamiento de los mercados está despertando la sospecha de que el dólar podría estar perdiendo su rol de refugio de valor. Esto no es algo que ocurriría en una situación de incertidumbre económica normal. Sí es algo, más bien, que se podría esperar ante una situación de pérdida de confianza en el gobierno de EEUU.

Un cambio en el rol global del dólar tiene implicancias tanto para el comercio global, como para la situación fiscal de los EEUU.

El dólar y el comercio mundial.- Para que una divisa pueda servir de moneda mundial, necesita estar disponible. Lo que ha contribuido a que el dólar esté disponible para el mundo ha sido una balanza de pagos negativa de EEUU con el resto del mundo. En particular, su déficit comercial. Para que el dólar pudiera difundirse a nivel mundial, ha sido necesario que EEUU proporcione dólares al resto del mundo durante décadas a través de un déficit externo. Por lo tanto, si el gobierno de los EEUU tuviera éxito en sus pretensiones de eliminar el déficit comercial, se reduciría la disponibilidad de dólares en el mundo. Una insuficiencia de flujo de dólares afectaría el ordenamiento monetario mundial en base al dólar. Existe, por tanto, cierta incompatibilidad entre querer eliminar el déficit comercial de EEUU y mantener al dólar como moneda mundial.

El dólar y el déficit fiscal.- Un tema más inmediato es la forma en que una subida en la tasa de interés (en la medida en que las inversiones globales abandonen a los BTs) impactaría a la economía de EEUU. El efecto conocido es que, a mayor tasa de interés, más caro será el financiamiento de inversiones, de crédito de largo plazo a empresas, préstamos hipotecarios, etc, con repercusiones para el crecimiento.

El impacto fiscal es menos mentado, pero tal vez más riesgoso en el caso de EEUU. Una subida en la tasa de interés hace más caro el financiamiento de la deuda pública. Actualmente el 16% del presupuesto fiscal de EEUU se destina al servicio de la deuda pública. En el 2024, el servicio de la deuda representó algo más de 40% del déficit fiscal. Ante esto, una subida simplemente moderada en la tasa de interés de EEUU pondría en riesgo su sostenibilidad fiscal. Esto lo saben las clasificadoras de riesgo, con lo cual existe una buena posibilidad de que alguna reduzca la calificación de la deuda de EEUU relativamente pronto.

El objetivo final no es claro, pero es ambicioso.- Es difícil dimensionar el impacto de todo lo que está ocurriendo en EEUU, en parte porque no hay precedentes, y en parte porque no es claro cual es el end-game, es decir, la situación final a la que se quiere llegar. Lo que sí se sabe es que las medidas económico-sociales que está implementando EEUU son complejas, profundas y extendidas.

A juzgar por las palabras del presidente Trump, pareciera que tuviera cierta visión de sociedad particular en la cabeza. Su visión pareciera contemplar un EEUU como poder autárquico, autosuficiente y con una fortaleza económica basada en la producción manufacturera. Un EEUU que es, además, la mayor potencia política y militar mundial, sin necesidad de aliados y con suficiente poder como para imponer sus propias reglas sin necesidad de acatar reglas globales ni de concertar con instituciones multinacionales como las Naciones Unidas.

La política arancelaria.- La política más llamativa del gobierno de Trump, los aranceles, es también desconcertante. Pareciera real la intención de usar los aranceles, o su amenaza, como un arma de negociación coercitiva, especialmente cuando EEUU percibe una situación de déficit comercial crónico con los países del mundo. El gobierno de Trump parece juzgar el déficit comercial como una situación injusta en que EEUU subvenciona a un mundo que no compra en forma recíproca a los EEUU.

Existe un error de concepto en esta visión, ya que la razón principal detrás del déficit comercial de EEUU con el resto del mundo es que EEUU tiene un nivel de ingreso y consumo mayor que los demás países. El alto nivel de poder de compra de EEUU le permite consumir más productos, tanto propios como ajenos.

En la medida en que los déficits comerciales de EEUU reflejan un nivel de ingreso relativamente más alto, lo que se necesitaría para eliminar el déficit comercial sería que se eleve el nivel de vida de los demás países para que consuman más productos de EEUU, o que se reduzca el nivel de vida en EEUU, para que consuma menos productos de los demás países. La política arancelaria del gobierno de Trump pareciera estar empeñada a hacer lo segundo.

La coerción específica y la "situación injusta" no explica el arancel general de 10% a todos los países, incluyendo aquellos con los que EEUU mantiene un superávit. Acá la motivación parecer ser de simple proteccionismo. En especial a la industria manufacturera. Este ánimo también ayuda a entender el arancel particular impuesto a productos como autos y acero que tiene una asociación histórica con el concepto de potencia manufacturera autosuficiente que busca el gobierno de Trump. Las consecuencias económicas de este proteccionismo son impredecibles. No es fácil determinar cómo se dará el realineamiento de relaciones comerciales entre los países, ni la nueva estructura mundial de costos y cadena de valor global, excepto para decir que los cambios pueden terminar en una estructura comercial global muy diferente a la actual.

Cambios en la institucionalidad interna.- El gobierno de Trump está implementando cambios estructurales que están afectando la institucionalidad interna de los EEUU. Esto incluye una agresiva campaña poblacional con dos ejes identificables. Una es la eliminación de toda identificación de género fuera de la heterosexual, no sólo dentro de las instituciones públicas, sino también en las empresas privadas, así como la eliminación de toda referencia a minorías.

La otra es una política anti migratoria radical que es general en principio, pero que se dirige en particular contra ciertas comunidades, como la latina o la pro-palestina. En la medida en que hay persecución, parece arbitraria, lo cual está contribuyendo a la imagen de un EEUU que se está volviendo un territorio riesgoso para hacer turismo o para visitar familiares. Hay señales de que la industria del turismo ya está empezando a sentir las consecuencias, con lo cual sería éste un factor más de desaceleración económica en el país.

El gobierno de Trump está afectando la administración pública con despidos masivos y cambio de personal que privilegia la lealtad e ideología sobre el mérito y la experiencia. Hacerlo pone en riesgo la capacidad y calidad de la gestión pública, así como la fortaleza de las instituciones. Esto también es un aspecto que podría afectar el crecimiento a mediano y largo plazo.

El rol global de los EEUU.- El gobierno de Trump está modificando el rol global de EEUU. Luego de la segunda guerra mundial, el colonialismo y la expansión territorial fue reemplazado por el paradigma de zonas de influencia entre países afines. Hoy pareciera que se estuviera volviendo a la búsqueda de la expansión territorial, con Rusia intentando absorber territorialmente a regiones cercanas, como Crimea y Ucrania, y China con pretensiones sobre Taiwán y buscando expandir su poderío en el Pacífico del sureste asiático. Y ahora se agrega un EEUU con pretensiones sobre Groenlandia, Canadá y el Canal de Panamá. La expansión territorial cuadra con la visión autárquica del gobierno de EEUU mejor que las zonas de influencia. Un país vasto, con recursos geológicos amplios, permitiría un mayor autoabastecimiento, y ayudaría a prescindir de otros países.

Este nuevo paradigma autárquico y de poder hegemónico unilateral también ayuda a entender el abandono de EEUU de organismos internacionales como la OMS y DDHH, la suspensión/desactivación de programas de asistencia internacional, y el ninguneo de la OTAN. Bajo la lógica que EEUU puede dominar solo, ¿para qué asistir innecesariamente?

Pero también reflejaría una intencionalidad de imponer la voluntad y conveniencia de EEUU en los foros internacionales. Se abandona a todo organismo mundial que se opone a la voluntad o conveniencia de EEUU. El riesgo es que, a medida que EEUU pierde la imagen de aliado leal, potencia política democrática y amigable, y socio comercial confiable, arriesga perder la buena voluntad que históricamente le dio un aura de excepcionalismo, y que tanto ayudó a que sus activos se usaran como refugio de valor, y su divisa como moneda mundial.

La envergadura de los cambios.- Lo que está ocurriendo en EEUU es sui generis dentro de la economía occidental reciente. Hay medidas de mucha repercusión, y otras menores. Pero, si se suma la gran cantidad de factores económicos en juego, el conjunto constituye un riesgo grande para el crecimiento interno de EEUU, y su repercusión en el mundo. Muchos mercados se están concentrando en el aspecto arancelario. El impacto de las medidas no arancelarias puede terminar siendo mayor. Una lista no exhaustiva de medidas incluye lo siguiente:

- Tarifas - impacto directo en costos y periodo de desajuste comercial mundial y reajuste.
- Tarifas - precios más altos y reducción de demanda.
- Efecto riqueza negativo por retroceso en los mercados de activos financieros.
- Despidos masivos y pérdida de mérito/experiencia y su impacto sobre la capacidad de la gestión pública.
- Afectación a programas de seguro social.
- Impacto de política anti migratoria sobre disponibilidad de mano de obra.
- Reducción de turismo a EEUU.
- Boicot parcial a productos de EEUU de parte de Canadá, la Unión Europea y China.
- Reducción de viajes de funcionarios públicos.
- Reducción de compras estatales de productos agrícolas para programas de asistencia alimentaria.
- Desaceleración del mercado inmobiliario por mayores tasas de interés y costos de construcción.
- Pausa en la inversión privada por incertidumbre.
- Reducción de fondeo para investigación universitaria.
- Reducción en fondeo y personal de parques nacionales.
- Reducción de fondeo para veteranos de guerra.

DISCLAIMER: Las opiniones, estimaciones, pronósticos, declaraciones y recomendaciones efectuadas en el presente reporte son producto de la investigación y estudio realizado por el autor sobre la base de información pública disponible. El presente informe no constituye asesoría en inversiones ni contiene, ni debe ser interpretado, como una oferta, una invitación o una recomendación para realizar cualquier acto jurídico respecto a cualquier valor mobiliario o producto financiero. Scotiabank Perú S.A.A. y sus subsidiarias no se responsabilizan por cualquier error, omisión o inexactitud que pudiera presentar el mismo ni por los resultados de cualquier decisión de inversión adoptada por un inversionista respecto de los valores o productos financieros que se analizan.

Scotiabank

Banca Corporativa y Comercial

Maricela Panduro	***Vicepresidente Banca Corporativa y Mercado de Capitales***	
Carlos Correa	***Vicepresidente Banca Comercial e Institucional***	

Estudios Económicos

Guillermo Arbe	***Gerente Principal***	**211-6052**
Pablo Nano Cortez	*Sub Gerente Economía Real /Sectorial*	pablo.nano@scotiabank.com.pe
Ricardo Avila	*Manager Economía Monetaria/Mercados Financ.*	ricardo.avila@scotiabank.com.pe
Katherine Salazar	*Analista Sectores Primarios / Commodities*	katherine.salazar@scotiabank.com.pe
Carlos Asmat	*Analista Sectores No Primarios*	carlos.asmat@scotiabank.com.pe
Grecia Fajardo	*Analista Sistema Financiero*	grecia.fajardo@scotiabank.com.pe
David Fernandez	*Practicante*	david.fernandez@scotiabank.com.pe

Global Capital Markets Peru

Fernando Suito	***Head Sales and Trading***

Trading

Antonio Diaz	*Director FX Trading*
Jean Pierre Abusabal	*Associate Director Fixed Income*
Daniel Defago	*Associate Fixed Income*
Gabriel Quispe	*Associate FX Trading*
Paulo Lazaro	*Associate FX Trading*

Sales

Catalina Sardá	*Director Head Inst. Corp. Sales & Derivatives*	202-2710
Irene De Velasco	*Director Institutional Sales*	202-2700
Mariana García	*Associate Institutional Sales*	202-2700
Mariana Cáceres	*Associate Analyst Institutional Sales*	202-2727
Francisco Cadarso	*Analyst Institutional Sales*	202-2700
Giannina Mostacero	*Associate FX Sales*	202-2710
Maria Chávarri	*Associate Analyst FX Sales*	202-2710
Natalia Herrán	*Head Corporate & Derivatives*	202-2700
Katherina Centeno	*Associate FX Sales*	202-2700
Takeshi Miyamoto	*Associate FX Sales*	202-2700
Alejandra Alvarado	*Associate FX Sales*	202-2700
Nicolás Macarachvili	*Associate Risk Solutions*	202-2700
Eduardo De las Casas	*Associate Risk Solutions*	202-2710
Wenceslao Aste	*Director Head SMEs & Personal Banking*	202-2727
Roberto Carranza	*Associate Senior FX Sales*	202-2727
Luis Miguel Arbulú	*Associate FX Sales*	202-2727
Victor Ganoza	*Associate Analyst FX Sales*	202-2700
Diego Rubio	*Associate Analyst FX Sales*	202-2727
Jhonatan Flores	*Associate FX Sales*	211-6000
Carlos Flores	*Associate FX Sales*	211-6000
Miguel Shinno	*Associate FX Sales*	202-2727

Scotia Bolsa

José Luis Guinand Llosa	***Gerente General***	**211-6040 ax. 17825**
Pamela Sáenz León	*Head Trader Scotia Bolsa*	211-6040 ax. 17816