

ARANCELES DE TRUMP: ¿TÁCTICA NEGOCIADORA O DISRUPCIÓN?

1. El anuncio del 2 de abril: *Liberation Day*

El anuncio de Trump representa el mayor aumento de aranceles en más de un siglo y supera las expectativas previas. A partir del 5 de abril, Estados Unidos aplicará un arancel mínimo global del 10 % para todas las importaciones que entran al país. No obstante, a partir del 9 de abril, algunos países estarán sujetos a tasas más elevadas, entre los que destacan China (arancel del 34 %), Japón (24 %), UE (20 %), India (26 %), Vietnam (46 %) y Taiwán (32 %). Otros países, como Reino Unido, Turquía, Argentina, Arabia Saudita y Marruecos, entre otros, quedarán sujetos únicamente al mínimo del 10 %.

El anuncio también contempla algunas exenciones para los aranceles sectoriales anunciados, que incluyen materias primas (como el oro, el acero, el aluminio y otros metales industriales), productos farmacéuticos y semiconductores. Aunque estas exenciones pueden ser significativas en algunos casos, en general oscilan entre el 25 % y el 45 % del total de las importaciones, lo que implica que la tasa efectiva final será menor que las tasas nominales anunciadas.

El anuncio es confuso en el cálculo de los aranceles. A pesar de haberse calificado como aranceles recíprocos, aplicados en respuesta a los aranceles (incluyendo barreras no arancelarias como impuestos y manipulación de divisas) que otros países imponen a Estados Unidos, las cifras propuestas corresponden a una aproximación al superávit bilateral que cada país tiene frente a Estados Unidos, con un mínimo del 10 %. Otro aspecto confuso concierne a la recaudación esperada.

Canadá y México siguen sujetos a su propio acuerdo en materia de aranceles, que establece una tasa del 25 % para las importaciones procedentes de estos países, con la excepción de los productos que cumplen los requisitos del acuerdo USMCA, que tienen una tasa del 0 %. Además, los productos energéticos y fertilizantes están sujetos a un 10 %. En caso de romperse este acuerdo, se aplicaría una tasa recíproca del 12 % para estos países.

Diversos países, incluida la UE, han señalado la intención de adoptar represalias. China y Japón han anunciado su intención de denunciar los aranceles ante la Organización Mundial del Comercio (OMC) al considerarlos contrarios a las normas del comercio internacional. Además, han amenazado con detener inversiones previstas en Estados Unidos. Por su parte, la UE ha anunciado represalias proporcionales que podrían incluir restricciones en el acceso al mercado europeo a las grandes empresas tecnológicas y de servicios estadounidenses. La UE también

Gráfico 1. Aranceles anunciados



Fuente: Casa Blanca.

podría activar su mecanismo anticoerción, pensado para situaciones en las que un tercer país ejerza presión sobre el bloque o alguno de sus miembros.

2. Impactos del anuncio y de los aranceles

2.1. Previsible impacto macroeconómico y financiero

Los aranceles tienen un efecto estanflacionario, es decir, provocan un estancamiento/caída del PIB y un aumento de la inflación. De confirmarse y mantenerse en el tiempo estos aranceles, y según diversos analistas, el impacto sobre el PIB de Estados Unidos podría ser sustancial, restando aproximadamente un 1 punto porcentual de crecimiento en 2025 y 2026 en comparación con un escenario con aranceles más moderados. Aunque el impacto sobre los precios sería puntual, se espera que sea sustancial, y la inflación podría situarse entre el 4,5 % y el 5,0 % interanual a finales de 2025, moderándose a medida que se debilite la actividad.

La Reserva Federal podría verse presionada a reducir los tipos de interés. A pesar del aumento de precios que podrían provocar los aranceles, el impacto en términos de aumento de la inflación es solo temporal. Esto podría forzar a la máxima autoridad monetaria a llevar a cabo mayores recortes del tipo rector que los anteriormente previstos para dar respuesta al deterioro de la actividad.

La incertidumbre provocada por los aranceles supone un lastre adicional. La posible fase de negociación que se abrirá tras el anuncio de estos aranceles mantendrá muy elevada la incertidumbre sobre el devenir de la política comercial, ya que se encuentra en máximos desde la llegada al poder de Trump. Esta incertidumbre podría llevar a los agentes económicos a posponer o desescalar decisiones de inversión en el caso de las empresas o de consumo en el caso de los hogares, lo que tendría efectos adversos sobre el crecimiento económico. Es por ello por lo que cierto lastre sobre la actividad económica se materializaría incluso en caso de que los aranceles implementados fueran mucho menores que los anunciados.

2.2. Reacción de los mercados

El anuncio ha provocado un movimiento de *risk-off*, lo que ha generado fuertes correcciones en los mercados de renta variable de Europa, Asia y Estados Unidos. Por su parte, el oro registró un fuerte aumento en la sesión de ayer y cotizó por encima de los 3.100 dólares por onza. La renta fija ha actuado como activo refugio, con fuertes desplazamientos a la baja de la curva a ambos lados del Atlántico. Los mercados han pasado a cotizar una mayor probabilidad de recortes por parte de la Fed y el BCE.

La depreciación del dólar está siendo sustancial, y frente al euro ha registrado su movimiento más fuerte desde 2015, cruzando el umbral de los 1,10 dólares por euro, un valor que no se alcanzaba desde octubre de 2024. Dado que el dólar tiende a apreciarse en episodios de aversión al riesgo y que la imposición de aranceles debería actuar en la misma dirección, la depreciación podría interpretarse como una indicación de flujos de salida de capitales de los mercados financieros estadounidenses.

Gráfico 2. Movimientos de mercado

Mercados de renta fija, divisas y materias primas

	Último dato	Hace 1 día	
		Nivel	Cambio
BCE - Tipo de refinanciación (%)	2,65	2,65	0,0
BCE - Tipo de depósito (%)	2,50	2,50	0,0
Euribor 3 meses (%)	2,36	2,34	2,0
Euribor 12 meses (%)	2,33	2,31	2,0
Alemania: Bono 2 años (%)	1,88	2,04	-15,7
Alemania: Bono 10 años (%)	2,57	2,72	-15,5
España: Bono 2 años (%)	2,06	2,19	-13,0
España: Bono 10 años (%)	3,24	3,35	-10,2
España: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	67,7	62,4	5,3
Francia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	75,70	70,70	5,0
Italia: Prima de riesgo a 10 años (p.b.)	115,00	109,50	5,5
Fed - Banda baja del tipo rector (%)	4,25	4,25	0,0
Fed - Banda alta del tipo rector (%)	4,50	4,50	0,0
Estados Unidos: Bono 2 años (%)	3,64	3,86	-22,3
Estados Unidos: Bono 10 años (%)	3,95	4,13	-18,0
RF Corporativa EUR 3-5 años <i>Investment grade</i>	71,26	63,63	7,6
RF Corporativa EUR 3-5 años <i>High yield</i>	360,35	328,04	32,3
Dolares por euro	1,105	1,085	1,80%
Libras esterlinas por euro	0,847	0,834	1,49%
Yenes por euro	161,3	162,0	-0,44%
Dólar (tipo de cambio efectivo)	102,0	103,8	-1,73%
Brent (dólares por barril)	68,8	75,0	-8,19%
Oro (dólares por onza)	3097,3	3134,2	-1,18%

Mercados de renta variable

	Último dato	Hace 1 día	
		Nivel	Cambio
Euro Stoxx 50 (Europa)	5062,39	5303,95	-4,55%
IBEX 35 (España)	12958,30	13350,20	-2,94%
DAX (Alemania)	21579,66	22390,84	-3,62%
CAC (Francia)	7535,47	7858,83	-4,11%
FTSE MIB (Italia)	36480,44	38454,20	-5,13%
Dow Jones Industrial (Estados Unidos)	40545,93	42225,32	-3,98%
S&P 500 (Estados Unidos)	5396,52	5670,97	-4,84%
NASDAQ (Estados Unidos)	18521,47	19581,78	-5,41%
Nikkei 225 (Japón)	33780,58	35725,87	-5,45%
Hang Seng (Hong Kong)	8420,14	8537,34	-1,37%

Fuente: Bloomberg.

Nota: Los datos corresponden a las 9:40am del 4 de abril.

3. Perspectivas

3.1. Corto plazo: ¿Inicio de un proceso de negociación?

Diversos factores apuntan a que estos aranceles podrían ser una herramienta de negociación:

1. Este tipo de anuncios es una estrategia habitual en la administración de Trump. En este contexto, los aranceles se utilizarían para presionar a los países a ofrecer alguna concesión a Estados Unidos, ya sea en materia comercial o en alguna otra dimensión.
2. Los aranceles propuestos son solo una aproximación a los déficits bilaterales y no el resultado de un ejercicio de valoración de las políticas comerciales, cambiarias e impositivas de los países, que habría sido necesario para un auténtico ejercicio de imposición de aranceles recíprocos.

La administración Trump ha exhibido un sesgo antiglobalista. Algunas de las principales figuras, incluido Trump, pero también el vicepresidente JD Vance, sostienen una visión crítica de la globalización y de los países que la defienden, como la UE, Canadá y China. Esto sugiere que, a pesar de la voluntad de negociar, el nivel de aranceles que impondrá Estados Unidos será mayor que antes de los anuncios. Por ejemplo, el arancel universal del 10 % posiblemente se mantendrá, ya que la administración espera que le ayude a reducir el déficit fiscal, aunque las perspectivas recaudatorias presentadas hasta ahora pueden ser consideradas excesivamente optimistas.

3.2. Largo plazo: ¿Pragmatismo o ejercicio del poder?

Estados Unidos abandona el orden liberal que impulsó durante el último medio siglo. Tras la Segunda Guerra Mundial, Estados Unidos lideró un proceso de globalización y construcción institucional (FMI, Banco Mundial, Organización Mundial del Comercio, entre otros) en un sistema global que situó al país en una posición de hegemonía geopolítica, con sus mercados de capital en el centro del sistema financiero internacional y el dólar como divisa de referencia. Sin embargo, la administración Trump considera que este orden ya no es beneficioso para Estados Unidos, ya que supone una carga que aprecia al dólar y genera los déficits comerciales del país. Más allá de la validez de esta teoría, este paradigma sirve de guía y proporciona una motivación para las propuestas políticas de la actual administración, especialmente en lo que respecta al incremento de los aranceles y algunas propuestas de represión financiera frente a terceros países, con las que Estados Unidos pretende cuantificar y monetizar los bienes públicos que ha proveído a escala global, como los servicios financieros y de protección militar.

La vinculación y/o dependencia de Estados Unidos en este nuevo entorno se convierte en una vulnerabilidad. En el orden liberal, la proximidad ideológica y cultural dio lugar a importantes vínculos productivos, comerciales y financieros, además de acuerdos tácitos en materia de defensa y economía. Sin embargo, bajo Trump, Estados Unidos pretende explotar estos vínculos, especialmente con los socios más vulnerables, para obtener concesiones y términos más favorables para Estados Unidos en la relación bilateral. Esto genera confusión entre los aliados tradicionales (Canadá, México y la UE) por el cambio súbito en la posición norteamericana. Ante este giro, la reacción lógica será reducir los vínculos con Estados Unidos. En términos de defensa, esto podría suponer una menor cooperación y un aumento del propio gasto en defensa (como ha hecho la UE) o la ruptura de la relación de confianza (como ha hecho Canadá). En términos financieros y de forma estructural, la **reducción de la dependencia de Estados Unidos podría erosionar la posición central de sus mercados financieros y del dólar en el sistema monetario global.**

Esta política lleva a una reconfiguración de las cadenas globales de valor. Limitando el acceso exterior a su mercado doméstico, Estados Unidos busca un *reshoring* de la actividad manufacturera hacia su territorio en detrimento de otros países. Este proceso sucede en los años posteriores a la crisis del covid, que ya provocó una reconfiguración de las cadenas a favor de la robustez y la cercanía en detrimento de la eficiencia y la optimización de costes. Ahora, el concepto de robustez incluye también la adaptación a la posible incertidumbre de las políticas procedentes de Estados Unidos, lo que puede aumentar tanto la implantación en el país como evitar incluirlo en cadenas globales de producción. En términos macroeconómicos, el impacto sobre la actividad será ambiguo y variará según la geografía y las respuestas de los países, pero, en términos de precios, supondrá una presión estructural al alza de la inflación.

4. Implicaciones en términos de escenarios

Trump está siendo menos pragmático de lo que anticipaban los analistas y los mercados financieros. El propio presidente y miembros de su gabinete, incluidos el secretario de Comercio y el del Tesoro, han restado importancia a la posibilidad de un periodo macroeconómico adverso caracterizado por una caída de la actividad y un aumento de la inflación. Asimismo, han minimizado las caídas registradas por las bolsas estadounidenses, citándolas como un factor necesario en el periodo de ajuste. Este factor se había considerado como un elemento moderador de las intenciones de Trump.

La materialización del impacto en la inflación, el marcado deterioro de la economía y la pérdida de popularidad pueden condicionar posibles recalibraciones de los aranceles. En algunos comicios menores para sustituir a cargos electos que aceptaron posiciones en el gobierno, el partido demócrata ha logrado victorias incluso en distritos que Trump había ganado con márgenes notables. Otro ejemplo fue la elección de un miembro de la Corte Suprema del estado de Wisconsin, donde la candidata apoyada por los demócratas se impuso al candidato que había recibido el apoyo personal y financiero de Elon Musk.

Los aranceles y la incertidumbre deterioran las perspectivas, especialmente en Estados Unidos. La acumulación de anuncios, exenciones y recalibraciones de aranceles, junto con su implementación efectiva, seguirán presionando las perspectivas económicas y, por ende, los activos financieros del país. La mayor presión externa puede actuar como un factor de tracción en Europa, que, tras los avances en materia de defensa y en los planes de la Comisión Europea, aún puede impulsar áreas como la unión del mercado de capitales, la industria de renovables y la promoción de la inversión y la innovación.

INFORMACIÓN LEGAL

CAJA INGENIEROS es una entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, inscrita en su Registro Oficial de Bancos con el número 3025. Está habilitada para prestar servicios de inversión a clientes en España, bajo la supervisión a estos efectos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los informes del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS se elaboran con la finalidad de proporcionar herramientas que puedan ayudar en la toma de decisiones de índole diversa, y están sujetos a cambios sin previo aviso. Aunque la información se basa en fuentes consideradas como fiables, CAJA INGENIEROS no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de dichas fuentes.

La información contenida en este documento puede hacer referencia a productos, operaciones o servicios de inversión sobre los cuales existe información adicional disponible en documentación separada. Se invita a los destinatarios a solicitar dicha información adicional, que podrá ser facilitada por CAJA INGENIEROS durante la prestación de los servicios, operaciones o productos. En tal caso, se recomienda que los destinatarios del presente informe consideren dicha información adicional de manera coherente con su contenido.

En cuanto a los precios objetivos que se puedan desprender del análisis efectuado por el Departamento de Research de CAJA INGENIEROS, estos quedan sujetos a criterios de análisis fundamental y técnico, ponderando en cada caso los métodos que, en función de su propia opinión, se adecuan mejor a cada compañía en particular. Salvo indicación expresa en contrario, todos los precios objetivos se fijan con un horizonte temporal de 12 meses desde el momento de la publicación de los informes. Los precios objetivos no implican compromisos de revalorización ni deben ser entendidos como indicaciones ni recomendaciones de inversión.

La información contenida en los informes hace o puede hacer referencia a resultados futuros de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión basados en previsiones o expectativas, por lo que no puede considerarse como un indicador fiable de posibles resultados futuros ni como garantía de alcanzar tales resultados. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

Información sobre conflictos de interés

El sistema retributivo de los analistas que elaboran los informes se basa en diversos criterios, entre los que figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por el Grupo CAJA INGENIEROS, pero en ningún caso la retribución de los analistas está vinculada directa o indirectamente a la información contenida en los informes ni al sentido de las estimaciones que en ellos se incluyan.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS pueden disponer, a título personal, de acciones de compañías de los sectores de actividad que se mencionan en los informes, o de alguna de sus filiales y/o participadas. Asimismo, CAJA INGENIEROS y/o cualquiera de sus responsables y/o consejeros pueden, en cada momento, mantener una posición o estar directa o indirectamente interesados en valores, opciones, derechos o *warrants* de alguna/s de las compañías de los sectores de actividad mencionados en los informes.

CAJA INGENIEROS, en el desarrollo corriente de sus actividades financieras de crédito, depósito o de cualquier otra naturaleza similar, puede haber mantenido, mantener actualmente o estar interesada en mantener en el futuro relaciones comerciales con compañías de los sectores de actividad a los que se hace referencia en los informes, o con alguna de sus filiales y/o participadas.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS asumen el compromiso explícito y formal de actuar con honestidad, imparcialidad y lealtad, siempre en el mejor interés del socio/a y de la transparencia del mercado. Sin perjuicio del compromiso anteriormente mencionado, CAJA INGENIEROS realiza acciones de control para garantizar que no se perjudique a los socios/as ni al mercado de valores, e impone reglas internas en la operatoria personal de los miembros del Departamento de Research.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS, así como todos los profesionales de la organización implicados directa o indirectamente

en la prestación de servicios de inversión, están sujetos al Reglamento Interno de Conducta en el ámbito del mercado de valores de CAJA INGENIEROS.© *Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, incluso citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crédito. All rights reserved.*