

## **Comercio y geopolítica bajo la presidencia de Trump<sup>i</sup>**

### **María Dolores Benavente**

Bienvenidos en nombre de la Academia Nacional de Economía.

We will analyse the economic and geopolitical issues in light of the Trump administration and in particular I will like to thank to the distinguished panellists who are joining us today. Eric: you know I am speaking in English -in my poor English- just because of you so as I know that you understand Spanish very well, I will continue in Spanish.

Bueno, muchas gracias a todos por estar acá. Es un gusto para la Academia Nacional de Economía estar con ustedes. es un tema que entendemos es por demás importante, puesto que analiza no solo los temas económicos, sino también los geopolíticos, que hoy en día ya no sabemos cuál influye en cuál.

Tenemos unos panelistas realmente especiales: dos están residiendo en momento en Estados Unidos, son Eric y Arturo. Así que muchas gracias a ellos.

También a Isidoro, a Juan Manuel -de la sub 30 de la Academia, bueno, sub 30 ahí más o menos- y a Marcel.

Los dejo con el moderador que es Carlos Mazal.

Muchas gracias.

### **Carlos Mazal**

Muchas gracias, welcome Eric. It's good to see you again. I'll never forget that the last time that you were here which was -I don't know- three or four years ago already, you were the one to suggest that Uruguay should try to become part of the CPTPP and that took off from then and we're still trying so, though we don't we don't give up regardless of what anything anybody says.

Bueno, muchas gracias y buenas tardes a todos. La idea sobre todo a María Dolores, que es nuestra presidente y si la llamo María Dolores es por una razón: justamente para marcar el tono de esta reunión, que sea informal, que sea franca, directa, como siempre amigable, siempre puede haber diferencias, pero en marco siempre las diferencias se han resuelto de manera amigable. Sobre todo, en estos temas, en que vemos que a nivel mundial está un poco a la deriva todo tema: hay divisiones y otras cosas que no son buenas.

Como moderador voy a tratar de dirigir el tráfico, no hablar -como hacen algunos moderadores- y por lo pronto le voy a dar la palabra ya a Eric.

Eric, the floor is all yours. You have 12 minutes.

### **Eric Farnsworth**

Thank you, Carlos, to you and to Maria Doris, and the entire team at the Academy. It's a real honour, but it's also an honour to join such a distinguished panel who really are experts on this as well as my good friend Andrés Duran. Andrés: we already miss you in Washington so find a way to come back.

But in any event Carlos has given me a very difficult assignment today which is to say in 12 minutes or less, or now probably 10 minutes or less, talk about the Trump administration policy globally and how it impacts in the Western Hemisphere.

So let me just say a couple highlights, a couple trends, a couple of themes and then I'd be interested also to hear what the other panellists have to say.

But you all know the phrase "America first". This is a Trump administration slogan. It's repeated consistently. Many people thought that meant isolationism. In other words, no US engagement in the world, no trade, very difficult engagement abroad. In fact, what we just saw based on the engagement in Iran, it does not mean engagement in the UN in the world. What it means is several things.

- Number one is to refine and consolidate global commitments. In other words, not try to be everywhere all at once, but to focus on certain priority areas. Clearly, the Middle East is one. Clearly, Taiwan, China is one. Ukraine is one for the moment, but they want that not to be a priority. They want that ended and over, and so, to focus on a smaller number of priorities.
- Number two: to work with our allies to increase burden sharing and you see the president right now is in Europe with the NATO meetings and the big priority there is to try to encourage every NATO member to commit to a 5% military spending level. 5% of GDP for military spending level which is very inconvenient for some of the parties but it is a priority for the White House. And so, burden sharing to get other countries to pay more of the costs of managing the global security environment is clearly priority for the United States. So, we're reducing our own footprint and trying to get others to pay a greater amount for what exists. In a related way though that the administration is very sceptical of multilateralism. So, it seems like there is a conflict here right because supporting allies like NATO etc. but scepticism of multilateralism which is to say the United Nations and some of the things that would be traditionally formed part of US foreign policy - the IMF the World Bank that sort of thing - so a deep desire to reform those institutions or in some cases, not work with them at all.
- I would say that the third priority is clearly one of global competition. With China and so the first two priorities really lead to this because it consolidates the US ability in the minds of the White House to compete more effectively with China which they see as a global contest of values, contest of markets, contest of security environment and that will definitely play in the Latin American context and we'll come back to that in just a minute.
- And then I think the final top priority that I would put on in terms of framing the Trump administration's foreign policy, is the international economic approach which manifests itself in the context of global tariff rates which are unilateral. They are not worked in the coordination with the US Congress as would normally be the case. They appear to be arbitrary and changeable and they are in some cases designed for actual trade advantage. So, for example, if a country has a trade surplus with United States, the White House believes that's a negative thing and wants to balance the trade relationship. But also, the tariffs are used as leverage for other things. So, for example in the case of Mexico, it's to encourage the Mexican government to take active steps, not just on trade but also on security - gangs, fentanyl, drug trafficking, those sorts of things- things that had nothing to do with trade, but the linkage with trade policy has been something that the Trump administration has meaningfully and intentionally done.

There are other things too but those are four priorities that I want to point out.

So, how does this focus? how does this affect the LA Latin American policy toward the region? Well, you know, it's really interesting because we all anticipated when the administration came in a new focus on the Western Hemisphere. Marco Rubio, Secretary of State. The deputy secretary of state is the former US ambassador to Mexico. The former national security advisor, although he was in office only a short period of time, was very focused on the Western Hemisphere. We had secretaries who really saw the Western Hemisphere in a very positive way. And so, a lot of people anticipated that there would be a real focus and there has been a focus, but much of the focus has not been for foreign policy reasons but rather for domestic policy reasons. And if we look at it that way, then we can begin to understand - we don't have to agree with it, but we can understand - how some of these policy initiatives are happening. So, for example take the immigration priority. This is not a foreign policy issue. I mean, yes, of course, it affects the Dominican Republic and El Salvador and Colombia of course. It is seen as a domestic policy issue that really is something that the Trump administration sees the US voters having given him a mandate to address what he perceives, and what the administration perceives as significant illegal migration in the United States, and to reverse that process. So that's a domestic policy issue.

Another domestic policy issue which clearly has impact on foreign policy is borders and security. So, terrorism, drug trafficking, that sort of thing.

Now that generally affects the countries that share borders with the United States by definition. But this is why, for example, you hear the United States administration making strong and aggressive rhetoric against Canada. Canada is a friend and an ally, a core ally of the United States, and thankfully so. And so, it's very confusing to hear rhetoric about Canada being somehow, you know, an enemy of the United States or whatever.

But this is to try to change Canadian perceptions and US perceptions about Canada to begin to address some of the things that on the domestic policy side we see a mandate for.

I would also put in that context the issue of trade. And so, the idea that trade is a foreign policy issue, yes, it is, in the context that I talked about earlier as a leverage point as a way to try to shape behavior abroad but it's also seen and perhaps more importantly seen, as a domestic policy issue in the context of the US economy and the perception that when we trade with other countries somehow, they are ripping off the United States, taking advantage of the United States. And investment should not go to countries like Uruguay or Argentina or Brazil or China or anywhere. It should go only to the United States. And so trained as an economist as many of you are and you understand economics very well, that would not pass an elementary economics exam but it is what is a driving policy and Porzekanski would fail his students if they came up with that type of policy. But this is driving US policy towards Latin American the Caribbean.

The other point that I would make is one that is very much a foreign policy point, and

that is the issue as the administration sees it of three countries that are put in the same category: Cuba, Venezuela and Nicaragua. And they see these three countries as countries that reject global norms of behavior, promote rejectionist behavior, promote terrorism in some cases, promote activities in Latin America and elsewhere, that are clearly opposed to US interests. And so, this is not a domestic policy issue necessarily in the United States. There's no Nicaragua diaspora in the United States begging for action against Daniel Ortega. There is a Cuban diaspora, but the Venezuelan diaspora is a little bit different. So, the point is that I think we may start

seeing some additional actions. I'm not saying military actions, but actions to further isolate these three nondemocratic countries. For example, at the Summit of the Americas that's coming up in the Dominican Republic in December. Perhaps at the OAS general assembly that's happening right now, this week in the Caribbean and the deputy secretary of state will be representing the United States. And so, you see, some movement along those lines.

That doesn't affect Uruguay. I understand that Uruguay's just had an election. It's a new government etc. But the relationship is state to state. I think it's very good, and, what Carlos opened the conversation with, I will end with: I think there's real opportunity, to the extent the relatively new government of Uruguay continues to push forward on the trade agenda. I really continue to believe in the CPTP agenda, as well as working with the US and other Western partners on the investment side to provide alternatives to what might be seen as easier money coming from Beijing which the US administration is clearly focused on as well.

So, maybe I turn it back to you Carlos, to hear the other panellists, but those would be some initial thoughts. Again, thanks to everyone for indulging my lack of Spanish capability and to speak in English and to join all of you. Thank you very much.

### **Carlos Mazal**

Thank you very much, Eric. I should have mentioned that Eric -for those who don't know Eric- served in the Clinton White House USDR that I remember by heart, at Department of State as well as 20 years as Vice president of the council of the Americas and President of the of the Washington office. And we'll always have always be thankful to you Eric, you have help always Uruguay.

We even wrote an article together that had a lot of impact. So, thank you very much Eric for all you have done.

Okay. Now Arturo all yours. I have if I may say a few things about your CV, because I found it. I think everybody knows Arturo.

Ha desarrollado una carrera muy importante en Estados Unidos: tres décadas como asesor económico de cinco grandes Bancos de Wall Street y luego 16 años profesor de Economía y finanzas en América Latina, hoy en el Centro de Estudios Latinoamericanos como consultor de inversionistas y mercados emergentes. Así que gracias, Arturo, tenés la palabra.

### **Arturo Porzecanski**

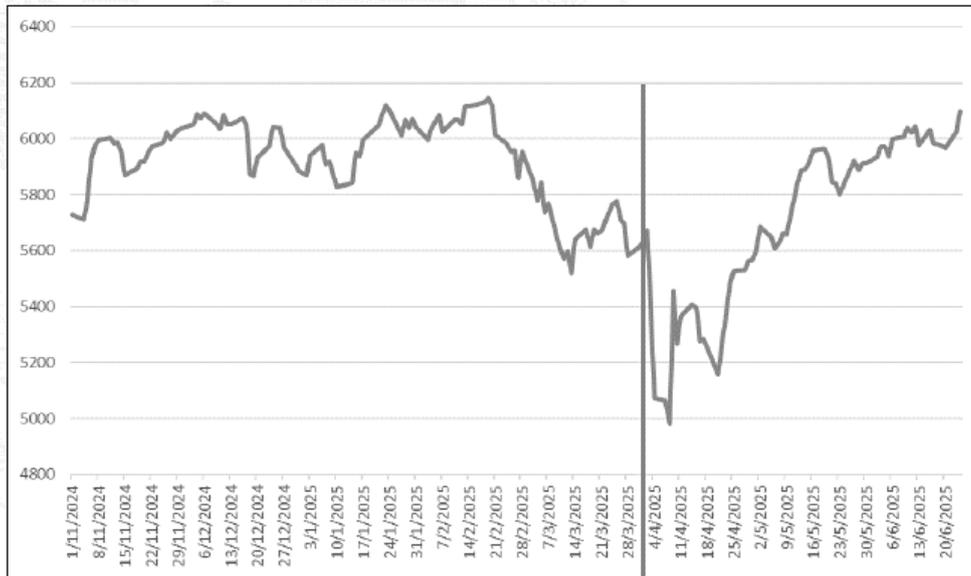
Muchas gracias por la invitación.

Yo pensé que mi contribución inicial podría ser mostrarles cómo diversas variables claves de los mercados financieros han reaccionado ante la incertidumbre y los terremotos que han sido generados por el gobierno de Donald Trump.

Puedo mencionarles que la última vez que Estados Unidos generó terremotos importantes fue claro en el 2008, cuando hubo la crisis financiera que se llevó a varias casas reconocidas de Wall Street, Stern 's, Lehman Brothers y muchos otros y causó olas por todo el mundo. En ese caso, obviamente los bonos, las acciones, los precios de las materias primas, el precio del el dólar, el precio del oro, todo ellos fueron afectados. Así que me parece importante que, ya que han pasado varios meses, que veamos juntos cómo los mercados financieros han sido impactados, para así seguir conversando de los temas más macro y los temas más estratégicos, pero sobre la base de algunos datos y algunas tendencias importantes que pudieran ser relevantes.

Así que voy a abrir unos pocos grafiquitos que preparé para ustedes.

## Acciones en EE.UU. (Índice S&P 500)



CENTER FOR LATIN AMERICAN & LATINO STUDIES | AMERICAN UNIVERSITY



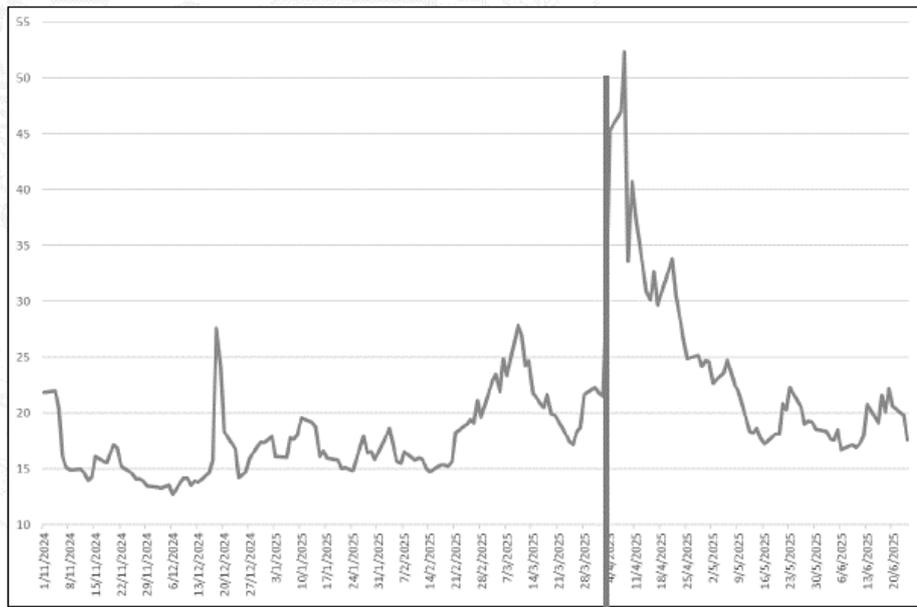
El primero muestra un índice de acciones, del precio de las acciones en Estados Unidos, el S&P 500.

Todos estos gráficos, empiezan el primero de noviembre del año pasado y terminan hoy, es decir, captan los días antes de las elecciones, el resultado de las elecciones y siempre hay una línea roja en ese día de liberación donde se anunciaron los aranceles y otras medidas y nos llevan hasta el día de hoy captando también, obviamente lo que pasó los últimos 15 días en el Medio Oriente.

Como ustedes pueden ver, el mercado de acciones tomó a la asunción de Donald Trump con cierta tranquilidad., el mercado tuvo algunos sube y bajas en los meses de noviembre y diciembre, pero no hubo gran cosa. Después, a comienzos del año, cuando se empezó a acercar la fecha de los anuncios arancelarios del presidente Trump, empezó a haber un nerviosismo. Ustedes ven ahí cómo bajó el índice en enero y febrero.

Y claro, hubo un gran bajón en los días después del anuncio cuando salieron números disparatados con respecto a China y también la gran pelea contra Canadá y no solo México y ahí hubo un bajón. Así que fuimos en el S&P de estar por arriba de los 6.000 a los 5.000. Pero vean ustedes que después se ha recuperado casi todo ese terreno, si no fuera todo. Y parte de eso ha sido de que obviamente los agentes económicos se dieron cuenta que Trump es mucho menos dogmático de lo que luce. Y cuando él ve que le está causando gran daño, por ejemplo, a la Bolsa o al mercado de Bonos o a algunos otros mercados, lo toma en consideración y también él a veces disfruta más el proceso de negociación, que el resultado de la negociación. Y entonces ese pragmatismo cayó bien y como ustedes pueden ver la Bolsa indica que la salud de las empresas que cotizan en ella está bien.

# Índice VIX de volatilidad en S&P 500 (INDEXCBOE)

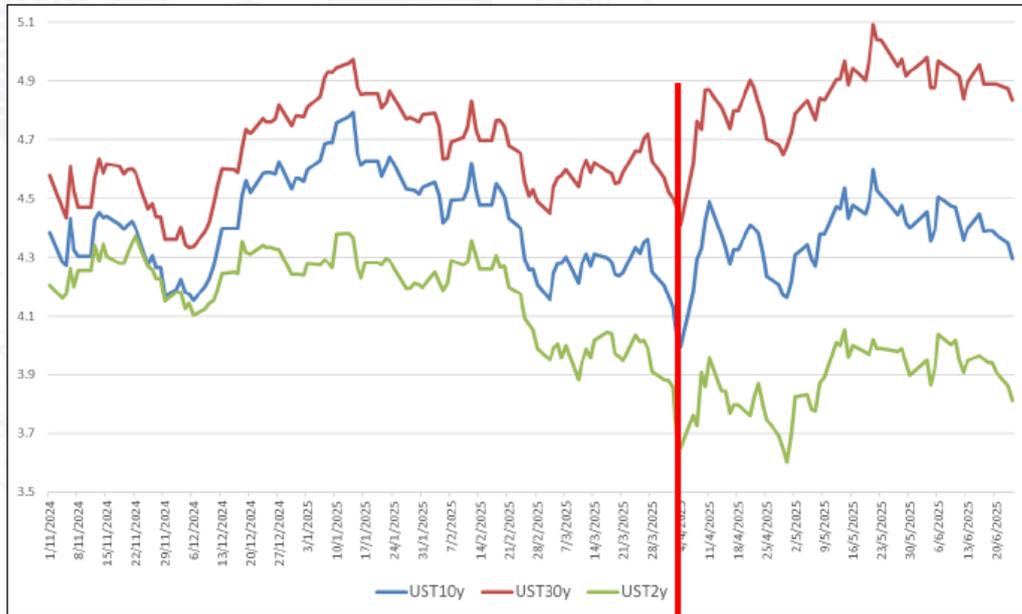


CENTER FOR LATIN AMERICAN & LATINO STUDIES | AMERICAN UNIVERSITY



Después hay un indicador muy conocido de volatilidad en el S&P 500, el VIX, como le dicen. Y vean ustedes como excepto en esos días de abril, hubo un salto en la volatilidad que llegó hasta un el número de 50 en índice, aunque en general se mantiene en un rango de 15 a 25, pero aquí también ha vuelto pese a lo que pasó en el Medio Oriente en los últimos días ha vuelto a rango de 15 a 25 y 50 e no es un dato tan alto como el que vimos, por ejemplo, en el 2008. En 2008 llegó a un a un nivel de 80, tal era el nerviosismo. Así que también mirándolo así las cosas se han calmado y los agentes financieros y económicos han tomado con soda los anuncios que han venido saliendo y los acontecimientos de las últimas semanas.

## Bonos en EE.UU. (Rendimientos UST a 2, 10 y 30 años)

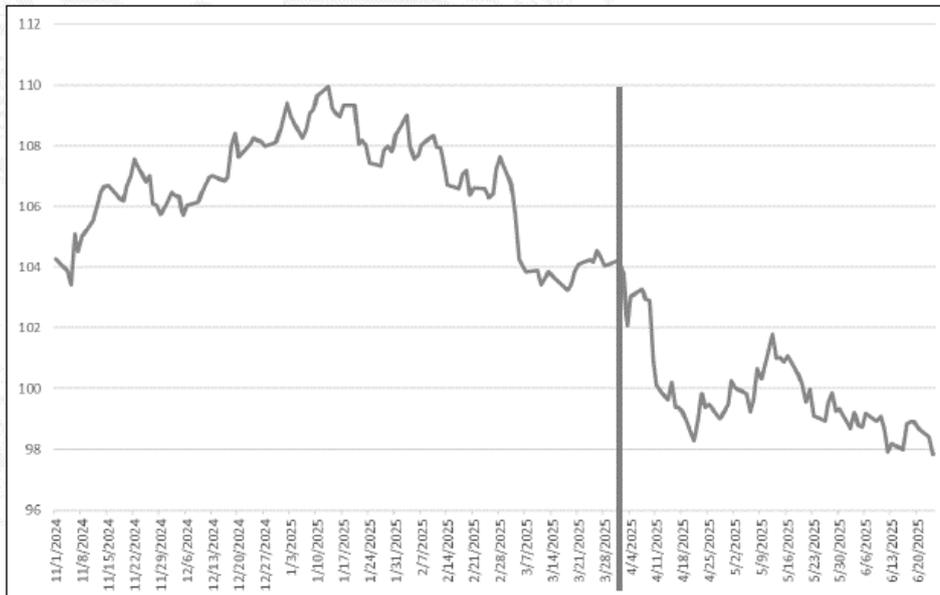


CENTER FOR LATIN AMERICAN & LATINO STUDIES | AMERICAN UNIVERSITY



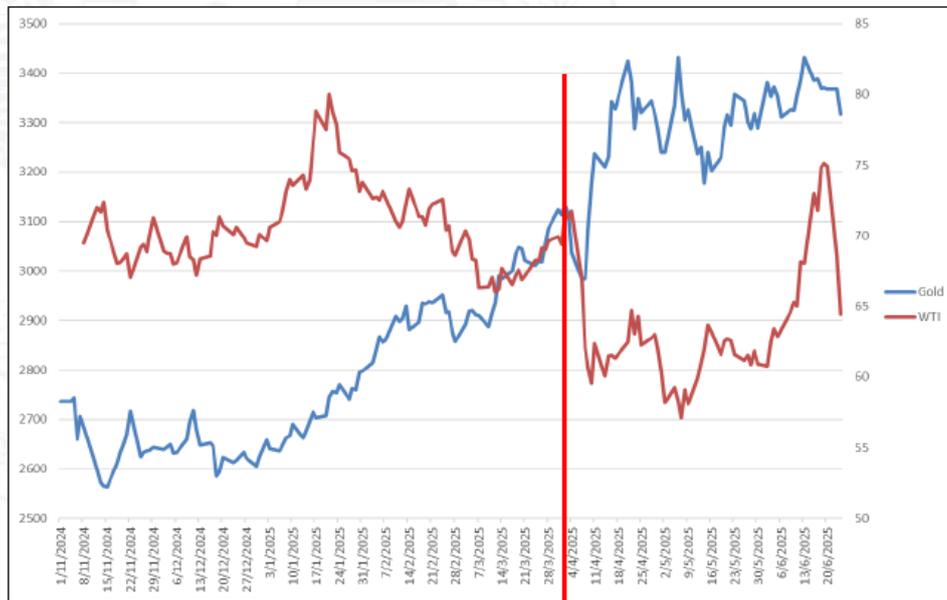
En cuanto al mercado de Bonos en Estados Unidos, que también impacta en muchas maneras el resto del mundo, aquí les muestro cómo cotizan tres Bonos en términos de sus rendimientos. El de más abajo en verde el bono a 2 años, entre el medio en azul el bono a 10 años y arriba en marrón el bono a 30 años. Y ustedes aquí pueden ver por qué les di tres bonos, porque se han comportado de forma diferente. El bono a 2 años el rendimiento ha caído. El bono a 10 años el rendimiento ha tenido sus subibajas, pero está más o menos como igual a lo que empezó. Donde hay un motivo de probable preocupación es lo que está pasando con el bono a 30 años, porque ahí ha subido el rendimiento, es decir, han caído los precios y eso refleja cierta preocupación con el largo plazo, con el largo plazo fiscal y no solo con el largo plazo comercial.

## Valor ponderado del USD (Índice DXY, aumento = apreciación)



Quería mostrarles la tendencia del dólar. Ustedes ya quizá lo saben, la principal razón por la cual el dólar cotiza en el Uruguay más cerca de 40 pesos que de 44 pesos, es porque en todas partes del mundo prácticamente el dólar ha bajado, se ha depreciado. Y como ustedes ven aquí, es una depreciación que comenzó a principios de año y continúa hasta las últimas semanas. Y esto sí que es noticia. Porque, por ejemplo, en el 2008, pese a que los Estados Unidos eran el centro del terremoto, hubo mayor demanda de dólares y la cotización del dólar subió en aquella época en vez de bajar, pero en caso, claramente, el escepticismo de muchas personas y empresas se está mostrando en mercado y como verán en otro mercado, en el mercado de del oro.

## Oro y petróleo crudo (USD por onza y barril)

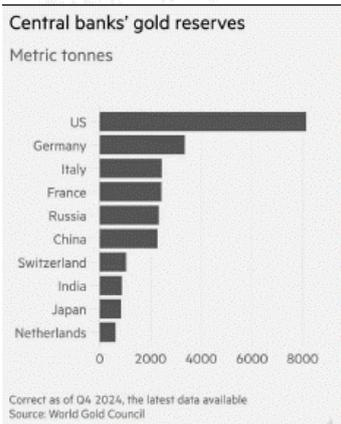


CENTER FOR LATIN AMERICAN & LATINO STUDIES | AMERICAN UNIVERSITY



Y aquí tengo dos materias primas muy importantes. La línea en azul es el precio del oro por onza. La línea marrón es el precio del petróleo por barril. Y en el 2008, por ejemplo, el precio del barril cayó mucho y también el de muchas otras materias primas, el oro subió un poco, pero después bajó. Pero aquí también si hay una tendencia clara, es la del oro. El precio del oro ha subido de más o menos 2.500 a casi 3.500 con pequeñas subidas y bajadas. Y eso es algo que vale la pena tener en mente y discutir. Y se explica por dos razones. Primero porque la gente que no le gusta el dólar ha empezado a invertir en oro. Ahí es donde hubo el desplazamiento. Además, tenemos noticias del sector oficial y del sector privado. Hay una serie de bancos centrales en los países emergentes en particular que han comprado oro para sus reservas, no tanto en Europa, o en Japón, pero sí en los emergentes que tienen bastantes reservas y las quieren diversificar. En el caso del petróleo, como ustedes ven, pese a lo que pasó en el Medio Oriente, el petróleo subió un poco, pero no duró mucho y allí no hay una tendencia clara en los últimos meses.

# Oro y petróleo crudo (USD por onza y barril)



Y para terminar prácticamente con respecto al oro, una cosa más: no es solo que hay bancos centrales y empresas e inversionistas privados comprando oro, sino que también alguno de los gobiernos que tienen más oro, como ustedes ven en la izquierda, Estados Unidos es el país que más oro que nadie. Pero después le siguen varios países europeos, Alemania, Italia, Francia, etc. Les cuento que en Alemania y en Italia hay conversaciones y propuestas al nivel Legislativo y Ejecutivo de quizá retirar, aunque sea una parte del oro que tienen depositado en la Reserva Federal en Nueva York y repatriarlo o ponerlo en otro lado. Así que no es solo una falta de confianza en el dólar que se refleja en oro, pero es cierta falta de confianza en tener los activos guardados en Estados Unidos.

Y con respecto al petróleo, es un gráfico que muestra que históricamente para que el precio del petróleo pueda impactar significativamente sobre la Bolsa, se requieren movimientos mucho más grandes de los que hemos visto. Por ejemplo, si el precio del petróleo hubiera subido a 120 dólares y se hubiera quedado ahí, entonces sí probablemente hubiera habido un impacto en las acciones, pero eso no ha sucedido.

# Mercados emergentes

FINANCIAL TIMES

## Emerging markets defy investor gloom to outshine developed world

Currencies, bonds and stocks rally as global fund managers diversify away from dollar assets

Currencies, stocks and bonds in developing countries are defying US President Donald Trump's trade war and the conflict in the Middle East to outperform global markets in 2025, after years in the shadow of a strong dollar.

A JPMorgan index of the local currency bonds of large emerging markets and an MSCI gauge of their shares have each gained around 10 per cent so far this year. In comparison, the MSCI World index, covering large stocks across 23 developed economies, is up 4.8 per cent, while the FTSE World Government Bond index is up 6.6 per cent.

Despite initial expectations that developing economies would be hit hardest by a global trade war, investors have warmed to these markets in recent months, as they look to diversify away from dollar assets amid concerns over erratic US policymaking.

CENTER FOR LATIN AMERICAN & LATINO STUDIES | AMERICAN UNIVERSITY



Y, por último, si ustedes abren el Financial Times de hoy, van a ver artículo sobre cómo los mercados emergentes se están beneficiando de la incertidumbre que está pasando. En abril, ciertamente hubo un éxodo importante de fondos invertidos en Bonos y acciones de los emergentes, pero en mayo y en lo que va de junio ha habido un regreso de esos fondos. De manera de que, y esto nos acerca más al tema del Uruguay, la noticia es buena en general para mercados emergentes. Ellos no han sufrido, excepto en abril, por lo que está pasando en Estados Unidos. Y con esto los dejo.

Gracias.

**Carlos Mazal**

Gracias. Excelente, Arturo. Vamos a ver si lo enviamos a nuestro Gobierno para que lo lean.

Inmediatamente le doy la palabra a Juan Manuel.

Juan Manuel es Licenciado en Economía, con dos posgrados. Uno en Gestión de portafolios de inversión, otro en Historia económica. La carrera la desarrollo en el sector financiero como analista, así que, si quieren invertir, ¡lo puedo lo puedo recomendar! Es Analista de research de un *broker* en Uruguay. Tienes la palabra querido amigo.

**Juan Manuel Patiño**

Muchas gracias por la invitación.

La idea era compartirles un poco de *view* que mezcla algo de geopolítica con *view* de sector financiero y de alguien también cercano a los mercados hace 4 años, unas décadas menos que Arturo, pero cercano también.

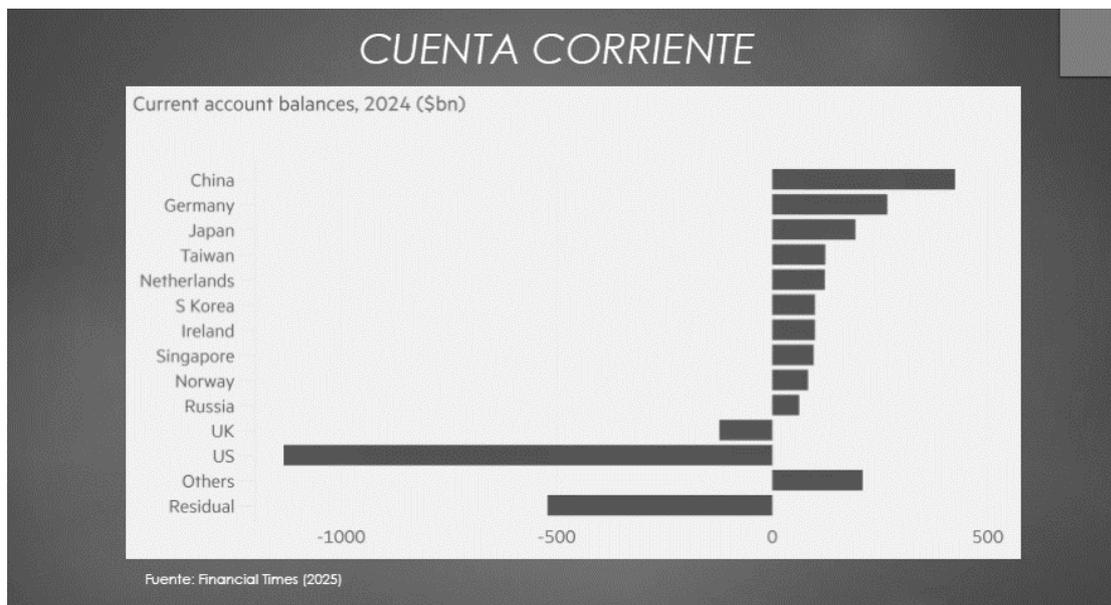
Creo que lo primero, por lo menos para mí más importante a la hora de pensar el fenómeno Trump es arrancar por un diagnóstico. El diagnóstico de Trump, que creo que es el relevante en momento, porque es el que toma las decisiones.

Creo que hay tres focos que son, por lo menos para mí, clave desde el punto de vista comercial:

- La crítica permanente a la idea de que un país tenga déficit de cuenta corriente o déficit comerciales, muy amplios respecto de otro país. Eso está es claro y es nítido.
- También parece haber una percepción de que el mundo, se aprovecha de Estados Unidos, no solamente vendiéndole más de lo que le compra, sino con tasas de interés más bajas en muchos otros países del mundo versus Estados Unidos, lo cual, la actual administración parece verlo también, como una suerte de competencia desleal, por decirlo de alguna manera, en lugar de ligarlo a la razón más lógica, que es tasas de ahorro sustancialmente más altas en países como como Suiza y algunos europeos, que sería la explicación.
- Y por último, da la impresión también de que militarmente Trump entiende que Estados Unidos provee una suerte de bien público global, que sería seguridad, con mayor o menor éxito y que no recibe nada por eso y que eso termina siendo un subsidio encubierto a otros países que permite a alemanes y franceses jubilarse más temprano o pasar más días por licencias por enfermedad y demás, como un estilo de vida, como una forma de financiación indirecta del estado de bienestar europeo, por decirlo de algún modo.

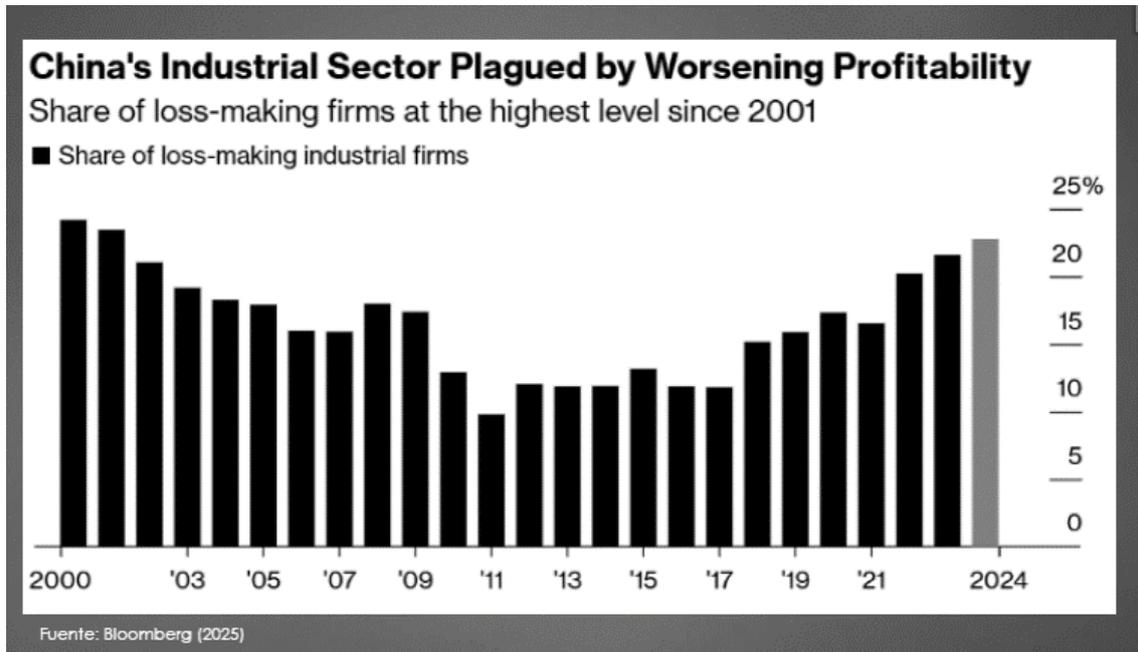
Entonces, estos son como los tres puntos, me parece, más importantes de cómo ve él el mundo. ¿Tiene razón? ¿Está equivocado? Pensaría que está mayormente equivocado, aunque en algunas cosas uno podría pensar que tiene razón.

En el punto de vista de la política monetaria, totalmente alineado con el chairman de la Reserva Federal.



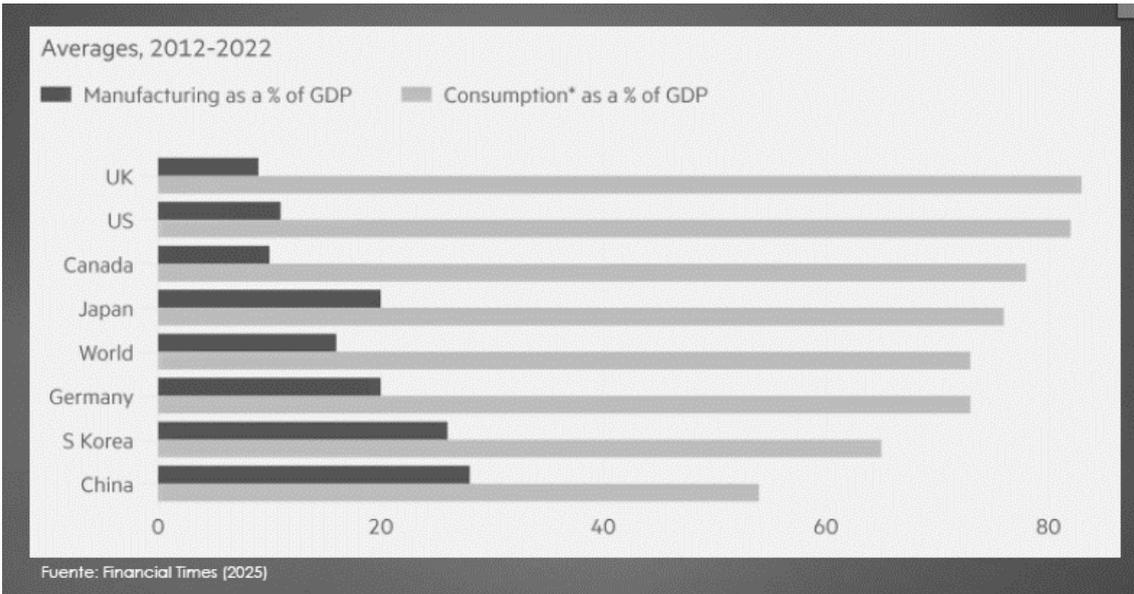
Pero desde el punto de vista de la política comercial y de la cuenta corriente, es cierto que hay un montón de países que tienen grandes superávits de cuenta corriente. ¿Está bien? ¿Está mal que los tenga? Hoy el mundo parece estar más descontento con esto de lo que estaba hace 10 años, sobre todo si dicho superávit parece ser impulsado o ayudado o subsidiado, por el

gobierno. En el caso chino es bien nítido y en particular la visión de la administración es el productor americano compite contra el productor chino y además contra el gobierno chino que está soportándolo de alguna u otra vía subsidios, créditos fiscales, regulaciones favorables, etc.

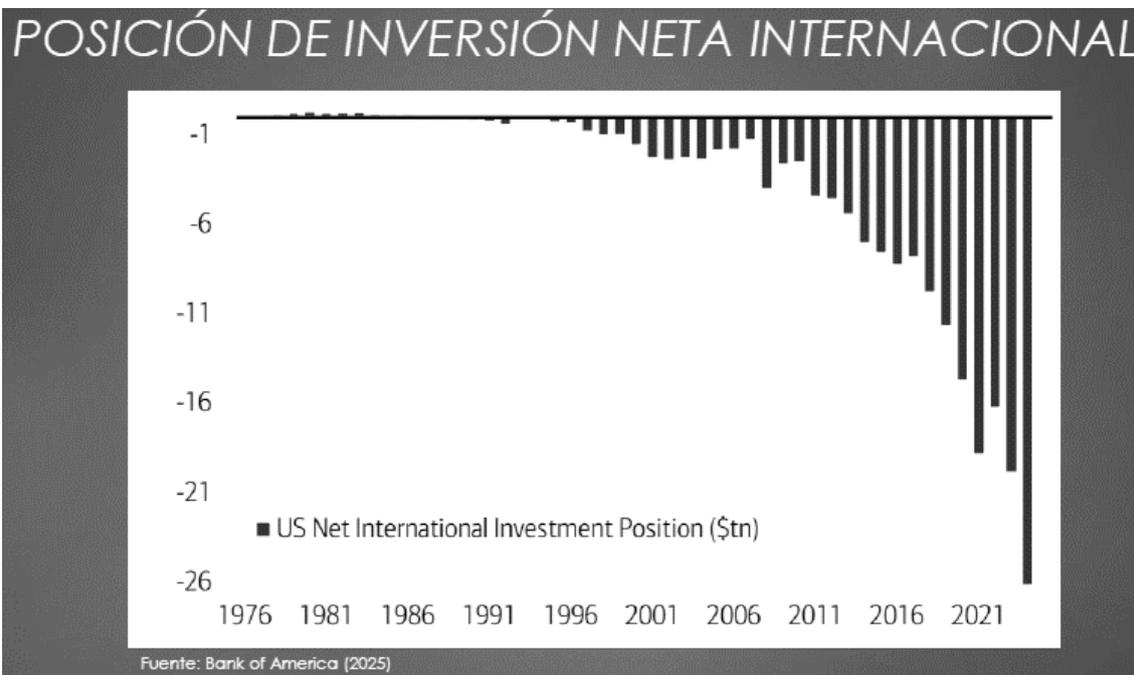


Este gráfico es bien ilustrativo en ese sentido: casi 25% de las empresas chinas industriales pierden dinero y sin embargo vemos el mundo inundado de productos industriales chinos. Bueno, ¿qué es esto? En el capitalismo las empresas producen para ganar dinero, no para perderlo. Entonces, uno podría pensar que algunas cosas aquí no están no están funcionando bien. Por supuesto, por otro lado, alguien podría responder que, si el *taxpayer* chino y Xi Jinping quieren subsidiar la cantidad de autos, que vemos, por ejemplo, circulando en Montevideo, terminando de colapsar nuestro ya colapsado transporte metropolitano, que lo haga. Es un subsidio, es un precio más barato para nosotros. Sí, pero si atrás de ese bien final auto exportado por los chinos viene un control muy estricto y muy potente de toda la cadena, de producción y de distribución, bueno, para algunos países es un problema, para Estados Unidos es un fenomenal problema que eso pase. El control de que tiene China en rubros como las energías limpias, como la industria automotriz, como la fabricación de drones, que también es un punto muy importante -recordemos que 70% de la manufactura de drones se hace en China. Ya vimos lo que hizo Ucrania hace una semana con un tercio de la flota de bombarderos rusos, imaginemos el potencial chino.

De modo que algo de razón hay.



Por otro lado, un tema que caracteriza a estos países que tienen grandes superávits comerciales es que tienen una manufactura muy importante como porcentaje de PIB y tienen un consumo más reprimido. El diagnóstico de la actual administración Trump es: China tiene que volverse una economía mucho más dependiente del consumo interno y mucho menos sesgada a la exportación, especialmente exportación de manufacturas. Esto tiene todo el sentido del mundo. Si uno piensa que China es un país que crece 5% al año, pero atraviesa deflación. Eso es un fenómeno muy extraño de ver en un país. Eso respecto de China.

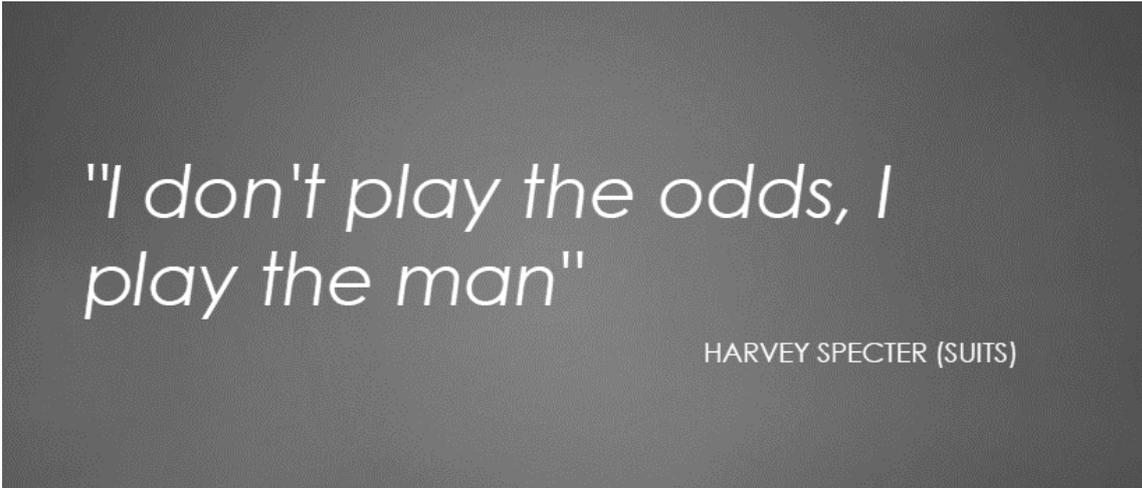


Lo que la administración no parece entender o no lo tiene tan claro, es que todos esos superávits comerciales, sobre todo asiáticos, son contracara de déficit de cuenta capital. Déficit de cuenta capital en esos países asiáticos son recursos que se invierten en el resto del mundo. ¿Dónde están? Están fundamentalmente en Estados Unidos, que tiene una posición internacional neta ultra favorable del orden de los 26 trillions. La idea de que el mundo haga un reverso de esto plantea serios cuestionamientos a la estabilidad en los precios de ciertos activos

norteamericanos, sobre todo aquellos que tienen que ver con deuda. Por eso el gráfico de Arturo que mostraba la dinámica de la tasa 30 años. Hay mucho de esto. ¿Qué pasa si el mundo empieza a desarmar posiciones en deuda norteamericana? Esto es lo que estamos viendo con la volatilidad en la tasa 30 años. Es lo que vemos con acontecimientos muy extraños que pasan en estos días que, por ejemplo, no eran normales hace años, donde los inversionistas están nerviosos por el resultado de una subasta de Bonos del tesoro en Estados Unidos. Eso era algo impensable en años anteriores. Es un tema que nadie seguía, era como la cañería de tu casa, algo que solo mirabas cuando andaba mal. Lo estamos siguiendo semana a semana en estos últimos meses.

Entonces, creemos que ahí puede haber algunos problemas.

Frente a esto, a este diagnóstico del mundo y esto que está sucediendo ¿Qué despliega la agenda de Trump? Básicamente tres grandes patas: desregulación, que mucho no nos concierne a nosotros, recorte de impuestos, que sí nos concierne y tarifas, que más que nada nos concierne. Acá la duda es, ¿Las tarifas son un instrumento de recaudación, un instrumento de negociación? Las dos cosas al mismo tiempo no pueden ser. Da la impresión de que, a la hora de financiar los recortes de impuestos, que fueron fenomenales y que no se compensan con los recortes de gastos, el 10% de arancel, adicional es algo que viene más o menos para quedarse y que con lo demás medio que la administración lo administra y juega su partido con cada país según le convenga. Esto es el diagnóstico.



"I don't play the odds, I  
play the man"

HARVEY SPECTER (SUITS)

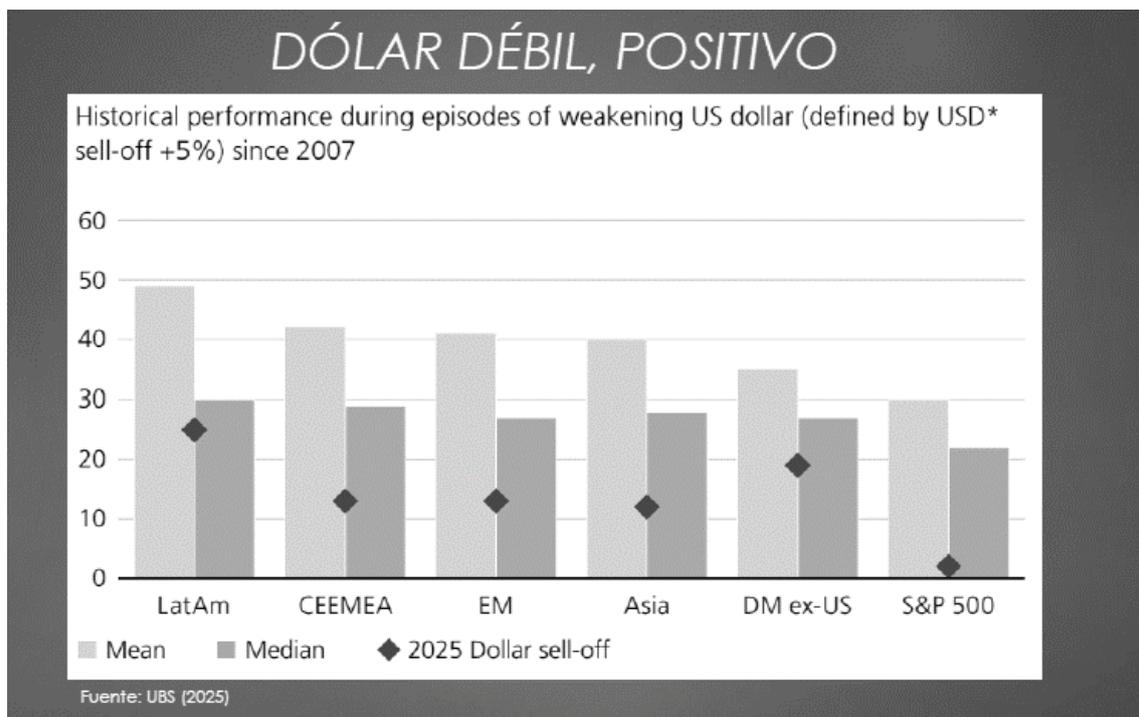
A mí me gusta mucho más centrarme, no tanto en las estrategias y en los diagnósticos, que muchas veces no son tan consistentes, no jugar con las probabilidades, no jugar con la data, sino jugar con la persona. Y acá creo que hay mucho de teoría de juego, cuando uno piensa en Trump. Trump parece ser una persona que apuesta a lo que llama el *chicken game*, todo el tiempo, sea con la Fed, sea con China, sea con cualquier país del mundo. Al final siempre está la impresión de que termina retrocediendo. Normalmente siempre en respuesta a reacciones del mercado financiero, particularmente de los mercados de renta fija que lo ponen especialmente nervioso. El equity, la caída la toleró, pero cuando vimos perturbaciones en los mercados de Bonos, eso ya le llamó más la atención y motivó cierto retroceso de parte de la administración. De modo que hay un margen para el pragmatismo.

Lo segundo desde el punto de vista de la teoría de juegos es esta idea del dilema del prisionero. En el mundo óptimo, lo mejor es la confianza. Sin embargo, estamos viendo en la erosión del orden multilateral, que lo que se mantiene, lo que prima es la desconfianza. De

modo que hay incentivos, aunque uno quiera pensar que la guerra comercial puede terminar y retroceder, para que las partes racionalmente elijan seguir peleando, aunque saben que pueden perder.

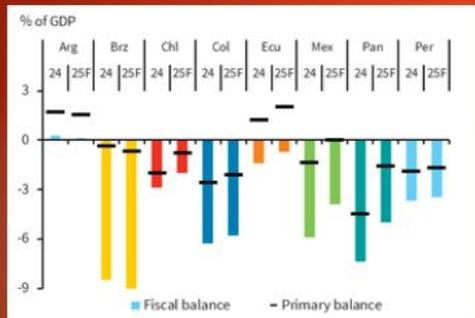
Me gusta en ese sentido el *approach* de teoría de juegos. Me gusta mucho aplicarlo a lo que es ¿Cómo se mueve Trump y cómo opera? Creo que hay más pragmatismo que estrategia y si uno entiende esto, entiende cómo opera y puede, en cierta medida, anticiparse.

Ya para ir cerrando con algunos *takeaway* y consecuencias para América Latina y la región.

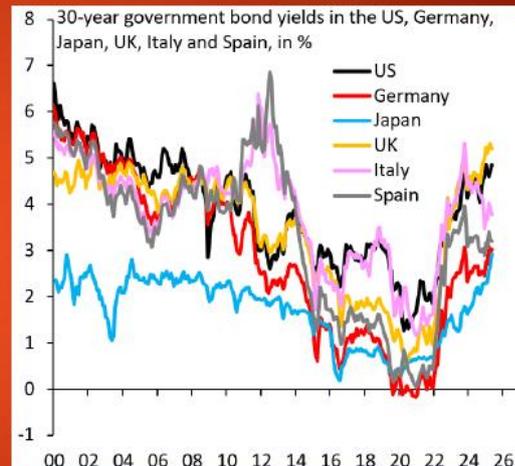


Esto parece haber inaugurado un ciclo de dólar débil. Eso históricamente es muy positivo para nosotros esto es performance del equity más que nada, pero bueno, tomemos como *proxy* de performance de las economías. Cada vez que el dólar se vende en el mundo, América Latina es por lejos la región la región más beneficiada. Punto a favor.

## HIGHER FOR LONGER, NEGATIVO



Fuente: Barclays (2025)



Fuente: Robin Brooks (2025)

Punto en contra: algo había mencionado Arturo, los rendimientos de largo plazo en los Bonos están aumentando, pero no solamente están aumentando en Estados Unidos, están aumentando en todo el mundo, salvo en Italia por motivos que no me puedo explicar, pero bueno, están aumentando en todo el mundo. Para países latinoamericanos con grandes déficit fiscales, que necesitan financiarse en el mercado internacional a largo plazo, esto es un fenomenal problema. Hay dos o tres que están claramente en la en la línea de fuego en punto, que son Brasil, Colombia y México. Panamá es más chico y no importa tanto, pero esos tres pueden enfrentar dificultades dados los desbalances fiscales que tienen.

¿Cómo fue tratada América Latina desde el punto de vista de los aranceles? Nada dramático, me parece a mí, es por lo menos la impresión. 10% de tarifa, básica. Es la más baja en general que había *seteado*. Tiene lógica, no tenemos superávit comerciales respecto a Estados Unidos. De modo que nuestra baja vocación exportadora nos terminó jugando a favor, en el caso de esta guerra comercial. De modo que en ese sentido tampoco salimos mal parados como como región. Ya para concluir, creo que parece ser el golpe final al multilateralismo. No veo un mundo con un multilateralismo encarnado en China. Me parece que no es el juego de ellos, ni mucho menos de Europa. Pienso que lo importante es ser bastante pragmático y no afiliarse a ciertas categorizaciones o tendencias geopolíticas que están apareciendo ahora. Una particularmente que me rechina es esta idea de Sur global, que es como una especie de denominación más optimista o positiva de lo que es el tercer mundo, de países que muchas veces creen que son importantes estratégicamente, pero no lo son. No me afiliaría a esto como región y no me afiliaría a esto mucho menos como como Uruguay.

Para América Latina parece ser una oportunidad en el sentido de que deslocalización de la producción en Asia debería, de migrar para acá. Tenemos un historial de aprovechar muy poco esas oportunidades, pero bueno, cuando uno ve algunos casos como Intel en Costa Rica, como ciertos avances que hay en países como como Chile, Colombia, algunos otros más de Centroamérica con Estados Unidos, la oportunidad parece estar en ese sentido. Fuimos relativamente bien tratados, no tenemos grandes puntos disruptivos geopolíticos. Lo del canal de Panamá se resolvió bien. Creo que quedan dos potencialmente riesgosos, que es Chancay en

Perú, eso es un tema. Y después lo único que miraría sería, Punta Arenas, Río Grande, porque eso es el estrecho de Magallanes, y ahí también podemos tener algún problema.

Desde el punto de vista de Uruguay, ya para terminar, creo que en el global nos beneficia un mundo que privilegie más la confianza que la eficiencia. Es un mundo donde los uruguayos, me parece que nos sentimos más cómodos. Lo que no deberíamos hacer es, ya que los las pelotas no entran en el arco, no hacernos autogoles. Estuvimos escuchando hace poco referencias a la instalación de un posible puerto chino en Uruguay. Bueno, puerto chino en Uruguay es el equivalente para la mentalidad norteamericana a una base militar en Uruguay. Bueno, es una opción que creo que no deberíamos tomar.

Desde punto de vista más comercial, después de ver las noticias de Boric negociando, tratando de negociar un TLC con la India, creo que hay una oportunidad para los TLC y el bilateralismo - que no tenemos mucho margen para aprovechar- pero que creo que no está tan perdida o muerta como uno podría esperar al principio. Eran esos más o menos los aportes que tenía.

Muchas gracias.

### **Carlos Mazal**

Estoy tratando de manejar gente que me está mandando algunos comentarios. Yo les había pedido a los ponentes que con estas presentaciones iniciales provocaran con dos o tres puntos y creo que hasta ahora ha sido bien hecho y sé que Pocho va a agregar y también Marcel, para generar interés y preguntas que lleven a los ponentes a tratar de dar respuestas prácticas. De eso se trata un poco. Por eso me gustó todo, pero lo de Juan Manuel, es una provocación interesante, que me da ganas de corresponderla. Un desafío, desafíos muy lindos. Como global South y otras cosas. Sí, quería mencionar que ahora que estoy viviendo parte del tiempo en Perú, el Perú desde 2006 tiene un solo presidente del Banco Central que es el señor Velarde y han pasado seis o siete presidentes, ya yo ya perdí la cuenta. Y tiene un superávit de 23.800 millones de dólares y una economía que ha crecido consecutivamente. Sería bueno preguntarse si uno necesita presidente, si las cosas son así.

Eventualmente, si la Academia lo quiere, se presta a nuevas charlas y es bueno escucharlo como lo escuché en persona varias veces.

Pero bueno, Pocho y le decimos Pocho a Isidoro, poca gente sabe que se llama Isidoro, pero nuestro querido Pocho Hodara, ha sido vicepresidente de Zona América, director de

Comercio exterior, pertenece al World Economic Forum y a otras instituciones prestigiosas.

### **Isidoro Hodara**

Gracias Carlos. Gracias a todos por ser parte de un panel en el cual estoy aprendiendo muchísimo. Voy a dividir mi presentación en un par de temas y voy a ver si puedo dejar libre algunos minutos para que gente como Omar o Andrés puedan explayarse con más comodidad. La primera parte tiene que ver con una especie de insurgencia contra el título o el tema de nuestro foro, que tiene que ver con la política comercial de la administración Trump y lo que le puede pasar a América Latina o al Uruguay en particular. ¿Y por qué mi insurgencia?

Porque nadie puede opinar hasta no haber visto toda la película. Y voy a dedicar un par de minutos para demostrar es que *we have seen nothing yet*. Todo lo que vimos hasta ahora forma parte de un entorno y de una personalidad voluble que manifiesta cambios y ambigüedades o contradicciones muy a menudo.

Yo me centré, a diferencia de los que hablaron más del tema de finanzas, más especialmente en el tema comercio exterior, donde hay algunas posiciones que conocemos de lo que podría ser la política comercial de Estados Unidos de ahora en adelante, pero que esas son posiciones que han tenido vaivenes, que no tienen un fundamento que las haga realmente posibles, salvo el del poder de quien está tomando esas políticas. Pero aún eso está en consideración. Bueno, entonces empiezo desde la humildad de decir: no conocemos la política comercial de Estados Unidos. Yo no la conozco con tanta precisión como para poder vaticinar efectos particulares sobre América Latina o Uruguay, salvo en los campos financieros. Pero me estoy refiriendo sobre todo al comercio exterior.

El título da por sentado que nosotros ya tenemos una idea razonablemente concreta de lo que es la política comercial de esta administración Trump. Y es por eso que hay que empezar. Es cierto que es una administración que ha hablado de política comercial, ha hablado particularmente de Aranceles, ha hecho algún acuerdo comercial y ha hablado de otros aspectos de política comercial, casi nunca con buena puntería, pero ha hablado. Pero cómo es lógico, la administración Trump ha enfrentado, enfrenta, al mismo tiempo, casi como todas las administraciones, no solo temas de comercio, ha habido presentaciones de esta administración en todas las facetas que una administración o su titular que fue 4 años y medio presidente y candidato.

Vamos a ver algunos pronunciamientos que no son comerciales, que no son de política comercial, que no se refieren a ella explícitamente, pero que han mostrado ambigüedades, ambivalencias o contradicciones.

Yo voy a dar una pequeña lista.

Creo que en algún momento dijo que se iba a construir un muro pagado por los mexicanos. No vi demasiado seguimiento a esta idea, pero así ocurrió.

Creo que dijo que los inmigrantes de Haití se estaban comiendo a las mascotas de los ciudadanos americanos en una en una ciudad de Estados Unidos. El tema desapareció porque no tenía fundamento, pero estuvo presente, por lo menos de manera exótica.

Creo que hace poco les dijo a miembros del G7, que Putin es un amigo y que es muy probable que llegará a un acuerdo con Ucrania. Alguna parte de esa amistad viene de antes, alguna parte de esa de amistad queda por demostrarse. Y en realidad lo que hemos visto más bien es un ligero alejamiento.

Creo también que hace unos pocos días anunció a Irán que tenían un par de semanas para descartar la intervención americana. No pasaron las dos semanas, en menos de dos días ocurrió la intervención en Irán. Y es una intervención tan compleja que casi seguramente empezó a prepararse antes de que siquiera hablase de las dos semanas.

Y todo esto son posiciones por lo menos un poco anómalas para un presidente de Estados Unidos.

Les dijo a los periodistas que lo de la OTAN, algo así como que el compromiso de defensa mutua que está en el artículo 5 y que es una especie de columna vertebral de la OTAN, dependía de su definición. Esto es literal entre comillas "Me he hecho amigo de muchos de los líderes de los países de la OTAN y estoy comprometido a ayudarlos a ellos, y voy a dar una definición del compromiso de defensa mutua cuando llegue a la reunión. Todavía no lo dio, pero ya nos muestra otra ambigüedad.

Bueno, dijo que “arancel” era una palabra muy bonita, que le gustaba. A diferencia de lo que uno piensa normalmente, hasta 1914, los aranceles fueron la principal fuente de recursos para el gobierno federal.

Firmó un acuerdo esta administración con el Reino Unido, que dice que el arancel que pagará el acero británico cuando vaya al mercado americano, va a depender de la seguridad en la cadena de valor de ese acero. Esto tiene una referencia muy concreta. British Steel es propiedad de una compañía china. Y tiene otra referencia, porque cuando habla de la seguridad en la cadena global de valor del acero y es al no uso de insumos o tecnologías chinas en la producción de acero. Esto es algo un poco raro. Los que estamos en comercio sabemos que probar el origen es a veces complicado para alguna mercadería, pero probar el **no** origen, o sea, nada de chino ha intervenido en la producción de esta tonelada de acero, eso es todavía un poco más difícil. Pocos lo han tratado y hay una peculiaridad: el acero inglés, a diferencia de la mayoría de los otros países europeos, se produce mucho más a partir de chatarra que a partir de mineral de hierro. Casi no se produce a partir de mineral de hierro. ¿Y quién que provea chatarra a la industria siderúrgica puede certificar que dentro de lo que compone esa chatarra no hay componentes de origen chino?

En fin, todo esto nos hace ver que, si tenemos una idea de la política comercial de la administración Trump, esta no es una idea muy acabada sobre la cual podamos sacar demasiadas conclusiones.

No digo nada de quienes hemos visto en una lista de aranceles aplicados por distintos países a las exportaciones americanas que Argentina, Uruguay y Brasil aparecían con un aparentemente favorable 10%.

A todos los que conocemos las políticas comerciales de estos tres países, sabemos que es casi imposible que el menos común de los aranceles comunes diera por casualidad en la misma cifra para estos tres países. A mí, por lo menos, me produjo una disonancia cognitiva fuerte.

La sugerencia o la inclinación a pensar que puede aplicar igualdad bilateral en los aranceles con los cada uno de los socios comerciales, es una idea de lo más novedosa, pero de las que uno menos puede pensar que tienen una chance de convertirse en algo práctico.

Lo único que he visto de esa política comercial que tiene consistencia a lo largo del tiempo, incluso viene un poco de antes, es una preocupación especial con ciertos minerales críticos y tierras respecto de las cuales Estados Unidos está interesado en acuerdos comerciales que tengan ese capítulo resuelto de manera favorable a sus intereses.

Bueno, en suma, lo que estoy tratando de decir es que la política comercial de la administración Trump no está ni de lejos planteada en su formulación definitiva.

Hasta soy tan escéptico como para decir que falta muchísimo para que sea más o menos definitiva.

No, no es solo que no está bien pensada, cuando cree que sabe dónde pega un arancel o quién paga en definitiva un arancel. No es un problema de triangulitos de Harberger o de teorema de Lerner. Es un problema de que la película está todavía en sus comienzos. Ya veremos cómo evoluciona y recordemos por las dudas, que los contrarios también juegan y que en este caso China y en alguna medida la Unión Europea, no van a aceptar pasivamente cualquier política comercial que en definitiva adopte Estados Unidos.

Y como Carlos nos pidió que dejásemos alguna idea para ser discutida, mi humilde contribución a eso podría ser esto:

- Primero, Estados Unidos está deshaciendo el ordenamiento, multilateral del comercio que surgió a instancias de Estados Unidos en el periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial.
- Y que ese orden que ahora se está desordenando, tenía un fundamento en la vigencia de disciplinas, disciplinas básicas, que eran en principio aceptadas por todos.

Por supuesto que aún en presencia de ese ordenamiento, el empleo del poder posibilitó que fueran aceptadas por todos, pero no aplicadas, bien aplicadas, por todos.

Fueron un avance notorio respecto al desorden de la década de los 30 y fueron de alguna manera también un avance respecto de aquella PAX británica, en la que por más o menos 100 años había un ordenamiento no multilateral del comercio.

Lo que podemos conjeturar es que lo que va a venir ya no va a ser un ordenamiento más basado en disciplinas y reglas y que va a tener más componentes del ejercicio del poder, de los que pueden ejercer el poder, que el respeto a disciplina.

Tengo que decir que, para Uruguay, los intereses más permanentes estarán en peligro, en un escenario en que el ejercicio del poder desplace a un ordenamiento donde reglas y disciplinas son más o menos aceptadas. por todos.

Dejo estas tres ideas y puede surgir alguna otra en el intercambio que tengamos después.

Muchas gracias.

**Carlos Mazal**

Te agradezco muchísimo. Me has generado a mí alguna pregunta.

Paso a Marcel. Marcel ha enviado un currículum muy breve. Es Profesor emérito la Universidad y miembro directivo de la Academia Nacional de Economía.

**Marcel Vaillant**

Bueno, Carlos, muchas gracias.

Vamos a ahorrar con las presentaciones. Yo creo que ya me conocen. Yo estoy un poco a la antigua, de los profesores de antes a veces que escribían lo que iban a decir. Pero quiero que el contenido de lo que diga controlarlo bien y por eso preferí escribirlo.

Decir que vivimos en una época de incertidumbre, no es decir mucho. Voy a aportar a este título cuál es mi incertidumbre personal. Es decir, en definitiva, voy a desarrollar qué es lo que la verdad que no estoy entendiendo o no puedo avanzar demasiado en entender.

Pienso que eso puede ser una manera de aportar más con el desafío al que el título nos convoca.

Esta incertidumbre empieza con una paradoja. Este año podría decirse que es el año de la política comercial, que es a lo que me dedico desde hace algunas décadas. Hasta ahora la administración Trump 2.0 realizó más de medio centenar de medidas, todas con una orientación proteccionista. Seguir las una a una se ha convertido en un campo de especialidad en sí mismo. Hay un economista Chad P. Bown del Peterson Institute for International Economics, que es el pionero en esto. En el sitio del Peterson Institute, están cada una de estas medidas, cuáles están

vigentes y por cuánto tiempo, cuáles están amenazadas de iniciarse y ocupar un lugar en esta base de datos. Todo lo que hay para conocer está ahí.

El racional de las medidas en el marco convencional de análisis, es muy difícil de comprender. No digo que esto quiere decir que no tenga un racional, definitivamente lo tiene, pero no como veníamos pensando el tema hasta ahora. Empezando por el hecho conocido de que el déficit en cuenta corriente que tiene Estados Unidos y que se declara es un problema a resolver, nada tiene que ver con la política comercial y los déficits bilaterales que este país tiene con sus socios comerciales. Me llamó la atención que Juan Manuel hacía eco de ese argumento porque los macroeconomistas más prestigiosos: Rogoff, Blanchard, ya han refrendado una, otra y otra vez que no es el caso.

El argumento es muy simple y se reduce a entender cómo opera una restricción de presupuestos. Estados Unidos ahorra poco, consume mucho, como se quiera ver. Y el asunto está básicamente en que una de las tracciones del problema es su propio déficit público, su deuda, que veremos qué es lo que hace esta hermosa ley presupuestal, si es hermosa o es abominable, porque es el sentido de la ambigüedad en la cual estamos viviendo y de la incertidumbre incluso dentro de socios fundamentales del gobierno.

La paradoja es que la especialidad de la política comercial y su lenguaje para analizar sus efectos y la orientación general de su propósito, no parece ser hoy el adecuado. Es decir, aparentemente la política comercial es el asunto, pero en rigor no es el asunto. Hay que insertarlo como se ha hecho ya en las anteriores presentaciones, en la de Eric y en la de Juan también, en una perspectiva mayor, al punto que luego adquiere un papel totalmente secundario o incluso vano.

El hecho fundamental a destacar de este cambio es que el mismo revela el repudio explícito de las reglas del comercio, tal como las conocemos de la posguerra para acá, al menos para uno de los pilares fundamentales como ha sido Estados Unidos, cosa que recién señalaba Pocho. El cambio de orientación es ir hacia el comercio administrado subordinado a otros objetivos distintos a las relaciones internacionales: geopolítico, seguridad, liderazgo tecnológico, afinidades ideológicas, culturales, en fin.

Atención, no estoy diciendo que estas otras dimensiones no estuvieran presentes, afectando de forma determinante las relaciones internacionales, económicas y comerciales en particular. Lo que sostengo es que las reglas del comercio, tal como estaban construidas, les imponían restricciones a estos otros factores. Aceptar las reglas era aceptar esas restricciones. Esto es lo que Trump 2.0 ha roto. Es decir, a pesar de que la película no terminó, yo creo que esto es una evidencia o es un hecho y este sentido de las restricciones tiene que ver con que el comercio requiere cooperación comercial y la cooperación comercial está basada en reglas. Sin cooperación comercial y sin reglas, el mundo del comercio administrado es un mundo totalmente distinto.

El lenguaje estándar de la política comercial es sin duda reduccionista. Se enfoca únicamente en los costos de comercio, las formas de reducirlo con el objetivo de integrar mercados y beneficiarse los efectos estáticos y dinámicos del comercio y la especialización. Esas formas van de la simple liberalización arancelaria, identificación de barreras no arancelarias y su eliminación, a la facilitación de comercio y todos sus instrumentos y finalmente a la convergencia regulatoria, combinando para ellos caminos unilaterales, multilaterales o preferenciales. Todo bajo la regla simple de reducir o eliminar la discriminación, tanto con la regla de nación más favorecida y el trato nacional.

Todo el *mainstream* de la literatura en Economía internacional tiene este enfoque como también de todos los organismos multilaterales relacionados al tema, desde la Organización Mundial de Comercio, el Banco Mundial, los OCDE, los Bancos regionales. Hay montañas de reportes, manuales, guías de mejores prácticas, con esta orientación principal.

Y por supuesto, ese lenguaje hoy luce anticuado. Me estoy refiriendo además a publicaciones recientes de 2024, incluso de este año, seguramente escritas antes de este shock.

Mi desactualización en el lenguaje no es en solitario. Me acompañan todo este cúmulo de conocimientos e instituciones.

Hoy todo está fuera de escuadra.

Así que solo fueron apenas 5 minutos de fama para la política comercial, describir lo que está pasando y sus posibles efectos. Y luego el lenguaje pasó a ser otro que no es realmente el que yo manejo.

Hay una segunda paradoja que también me parece interesante destacar y está relacionada al proceso de aceleración del cambio técnico, que se ha convertido en algo terriblemente vertiginoso, que sigue afectando los costos de comercio, no debido al efecto sobre las regulaciones de los gobiernos, sino tecnológicos que caminan por arriba de cualquier regulación. En el sentido de facilitar el intercambio de actividad económica, tanto de bienes como de servicios, que siguen actuando en la dirección del pasado, pero con una intensidad muchísimo mayor.

Estos cambios están también enfrentados con el nuevo lenguaje de Trump 2.0, como ocurre con la política comercial. En momentos de la economía digital. Que vaya, si señalamos con el dedo a China porque ha adoptado liderazgo en la producción manufacturera y como dice Richard Baldwin con ese síndrome del agravio que parece impregnar la orientación de política económica de Estados Unidos, explicando todo como un agravio de las acciones chinas, en el caso de la economía digital, Estados Unidos tiene un liderazgo dominante, pero brutalmente dominante en el mundo, el cual en parte está registrado por las estadísticas y en parte no. Y esta economía digital irrumpe con múltiples nuevos intercambios.

Es muy curioso que, en febrero de este año, -acá me estoy saliendo un poco de mi guion-, en las medidas que se tomaron, una de ellas se las recomiendo que la revisen, es un memorándum dedicado a la economía digital, en donde en el mismo momento en que el gobierno de Estados Unidos, obsesionado por la balanza comercial deficitaria en bienes, advertía al resto de las economías del mundo que no deberían someter a impuestos domésticos a los productos digitales de Estados Unidos. Lo estoy diciendo de manera barata y corta, pero la orientación es un poco así.

Entonces, en esos mismos momentos, la paradoja es que estamos hablando de aranceles y reindustrialización para sustituir importaciones.

Es también la segunda paradoja que quería mencionar: avance tecnológico, aceleración del progreso técnico en la dirección de integración de los mercados y de la actividad económica en general y aranceles al acero y reindustrialización para sustituir importaciones.

En este contexto, aterrizar algo que sea de utilidad para la agenda de Uruguay, honestamente les digo que no lo tengo claro. Puedo repetir lo que vengo diciendo desde hace unos años.

Creo que hay que intentar actualizarnos al nuevo contexto. Con esta advertencia, una pregunta evidente que ya alguno de los participantes la contestó en una dirección, yo no lo tengo claro, es que esto que se está haciendo sea contagioso para el resto del mundo y cuánto se pueda mantener el resto del mundo en un orden comercial, aunque sea debilitado, pero que aún funcione. Es decir, en mi opinión, los incentivos de China y los incentivos de la Unión Europea en este caso entiendo que están alineados, pero la verdad que es una opinión, lo digo con honestidad, frágil y quizás es un deseo más que otra cosa. Pero, dado que no hay nada que haya anotado en una dirección distinta, conjeturo, aunque con bastantes incertidumbres, que por algunos años algo de eso va a pasar. Termino entonces con algunas ideas de una reciente presentación que hice sobre la inserción internacional del Uruguay.

Y acá me voy un poco de tema o vuelvo al tema, pero desde otro ángulo.

Primero, Uruguay tiene un problema de relaciones internacionales con su vecino Brasil. Curiosamente no es de política comercial, en sentido estricto. Se refiere al veto de Brasil a que Uruguay pueda avanzar en acuerdos comerciales con terceros mercados. Esto es un hecho y no se debe a un problema de diseño del acuerdo comercial, como una unión aduanera, dado que es un secreto a voces que no lo es. Ejemplos de este veto es lo que ocurrió con China, cuando el gobierno anterior quiso avanzar a un acuerdo de libre comercio o más recientemente en el caso del Transpacífico, en particular caso la posición de Japón, también en este caso, como consecuencia de las presiones del gobierno de Brasil. Todos estos asuntos no son del todo públicos, aunque de conocimiento común en quienes son los protagonistas gubernamentales de estas negociaciones. Debemos llamar a las cosas por su nombre para poder gestionar el problema, dado que requiere una gestión específica, orientada por un objetivo. Hasta ahora esto no se ha tratado así. Algo intentó el gobierno pasado, pero no de forma muy regular y consistente. Queda mucho por hacer en materia de políticas unilaterales de apertura, barreras no arancelarias, facilitación de comercio, regímenes especiales de importación, regímenes de exportación fácil. Uruguay tiene una agenda propia que no ha recorrido y ahí las restricciones primeras que mencioné, no actúan. Es necesario desarrollar una secuencia de acciones que refuercen el camino de apertura. Bilateralizar, procesos de acuerdos ya iniciados, ejemplos Canadá, Corea, etc., suscribir acuerdos plurilaterales pendientes. Esto lo hemos repetido muchas veces con la OMA, que otro revisado, ahora tenemos propiedad intelectual, pero con reservas, algunos acuerdos plurilaterales en la OMC, avanzar en certificaciones y acuerdos de reconocimiento mutuo, ratificar rápidamente si se concluye este semestre el acuerdo con la Unión Europea, cosa que no lo sé. Y seguir insistiendo con China y el Transpacífico. Por cierto, Uruguay debería sumarse a las iniciativas internacionales de renovación del régimen multilateral de comercio que abarque desde la reciprocidad al acceso a los mercados hasta un nuevo sistema de controversias.

Pueden ser saludos a la bandera en el mundo que se viene, pero vale la pena el intento y poder participar del mismo. Como dice mi querido amigo Guillermo Valles, el año próximo se cumplen 30 años de la última ronda de negociación multilateral de final exitoso que creó la Organización Mundial de Comercio y que lleva el nombre en nuestro país. La efeméride nos provoca, pero como dije al principio, este es el antiguo menú. La verdad es que no tengo mucho para aportar en uno adaptado al mundo del comercio administrado, aunque no niego que haya algo para hacer en esa sintonía, pero la verdad que no soy yo la persona para decir qué.

Muchas gracias,

## **Carlos Mazal**

Gracias Marcel.

Tenemos con nosotros, a nuestro exministro de Relaciones Exteriores, Omar Paganini. Es un honor. Creo que el Uruguay, y me animo a decirlo abiertamente, tuvo la mejor dupla de muchísimos años en Relaciones Exteriores y en un corto plazo se hicieron cosas realmente admirables. Omar, por favor, te ruego un par de minutitos.

## **Omar Paganini**

Siempre exageras Carlos.

Voy a hacer muy breves comentarios porque creo que el panel estuvo muy bien y abarcó muchísimos temas. Voy a tratar de ir a tres o cuatro ideas no más, para no robarles mucho tiempo.

En primer lugar, quiero decir lo que ya dijo recién Marcel: el problema inicial está mal formulado porque el problema inicial tiene mucho más que ver con el déficit de Estados Unidos que con el comercio.

Segundo comentario que voy a hacer sobre Estados Unidos es que el liderazgo tiene costos y Estados Unidos los asumió muchos años y ahora parece que está molesto por esos costos y lo ve más como un tema de "abusaron de mí", pero en realidad Estados Unidos se propuso una actividad a nivel global para liderar primero al mundo occidental, después el mundo entero y eso no es gratis y requiere más gastos de defensa, requieren ciertas políticas de cooperación internacional, etc. Y ahora drásticamente se pretende salir de eso con un discurso que habla más de la culpa y de que abusaron de mí y que estoy agraviado, que no deja de ser un discurso más populista que de liderazgo global. Puede ser que sea, y voy a hablar al final sobre eso, más un comienzo y un punto de partida que un punto de llegada. Ojalá lo sea.

Después sobre el tema del mundo, bueno, lo que pasa es que toda esta historia de la teoría de juegos y del *chicken out* y todo esto, puede ser en algún momento visto como una táctica. Yo creo, como dijo Juan Manuel, que no es una táctica.

Más bien cuando veo el borde que tiene mi posición y la resistencia que genera en algunos ámbitos, hecho para atrás. Pero lo que pasa es que rompe la confianza y romper la confianza tiene consecuencias brutales en todas las decisiones de inversión a nivel privado de muchísimas grandes compañías, en fin, sistema financiero y demás.

Claramente se rompió con las reglas del multilateralismo. Creo que los costos que tiene esto para las cadenas internacionales de producción todavía no están claros, porque todavía en realidad los aranceles están empezando a estar en vigencia, pero las cadenas productivas y las cadenas de valor internacionales van a sufrir, se van a reubicar algunas, pero no va a ser gratis para la economía mundial, me parece.

Obviamente que, si se desconocieron de un plumazo los acuerdos que tiene Estados Unidos con México, con Canadá, etc., claramente el tema de la confianza va a demorar en poder reconstruirse. Y eso es un problema para el mundo entero, me parece, de lo que viene.

Puede ser que vayamos al comercio administrado a nivel global, sería muy malo. Puede ser también que vayamos a un mundo de incertidumbre, donde hay acuerdos y no acuerdos. Ojalá

de a poco esto vaya entrando en una caja y sepamos cuáles son las nuevas reglas, aunque no estén escritas.

Respecto a Uruguay, yo creo que no hay duda de que tenemos que avanzar en tener acuerdos. Acuerdos, todos los que se puedan, no son obsoletos, todo lo contrario, son nuestro camino de supervivencia. El tema del chantaje brasileño, bueno, teníamos a Argentina brevemente como aliado y deberíamos aprovechar eso para tener un Mercosur más flexible. Teníamos ciertos avances en el CPTPP. El actual gobierno parece no estar con ganas de avanzar por ese lado, pero creo que la restricción brasileña costaba realmente que se expresara si los demás países iban a apoyar, por más que Japón tuviera sus dudas.

Creo que no hay ninguna duda y en Uruguay, por suerte, parece haber alineamiento en cuanto al acuerdo con la Unión Europea. Yo creo que la aprobación por el Consejo va a ser después de agosto. Ojalá eso siga adelante. La firma tendría que ser antes de fin de año y la aprobación por los parlamentos en el primer semestre del año que viene. Sería realmente un tema central para nosotros.

Después está el tema de administrar la relación con China, que no es un tema menor para Uruguay y no podemos pensar en perder nuestro gran socio comercial que es China y entonces tenemos que manejar con mucha prudencia la relación con ellos que por otro lado puede irritar también a la administración americana, pero en la medida que se maneje en términos comerciales, me parece que no va a generar grandes dificultades. Y tenemos que ser prudentes también con ellos porque no queremos tener tampoco malas relaciones.

No me parece nada sensato acercarse al BRICS, sumarse al discurso del Global South y lamentablemente dentro de muy pocos días va a haber la cumbre del BRICS en Brasil y va a ir el Presidente de la República y va a tener algunas dificultades diplomáticas importantes, me parece, a partir de ahí. Ojalá me equivoque.

Para el final, creo que vamos a ir viendo cómo la razón de estado incluso se les impone a personas como Trump.

Yo creo que, si miramos lo que pasó en Oriente Medio, en realidad el MAGA estaba muy en contra de cualquier intervención y sin embargo terminaron interviniendo y hasta capaz que le sale muy bien, pero eso de a poco, me parece que va marcando, más allá del estilo del

liderazgo aparece de a poco las razones de estado. Estados Unidos tenía muchas razones para intervenir y tenía un liderazgo que podía tomar decisiones rápido. y le puede salir bien pese a que le genere dificultades en su raíz más aislacionista.

Porque no nos engañemos, aquí hay una puja interna en el gobierno americano entre el sector más aislacionista y un sector más halcones republicanos a la vieja guardia. Pero aquí además jugó Netanyahu y bueno, cada uno hará su evaluación de cómo sigue el asunto, pero lo que quiero decir con esto es, en el largo plazo hay ciertas fuerzas que van más allá del estilo de Trump y que van a ir también marcando.

Y asimismo digo que el cambio tecnológico es imparable. El cambio tecnológico juega a favor de la globalización, juega a favor de la integración de las cadenas productivas en el mundo, con matices geopolíticos, con temas estratégicos, pero es difícil que lo puedan parar. Y entonces es difícil que haya una política comercial que aparentemente lo toma en cuenta solo en base a sus materias primas, que necesita para cambio tecnológico, pero no toma en cuenta el enorme flujo

de servicios de integración de cadenas y demás que va a terminar imponiéndose igual, por más que parezca al principio que no está en el menú.

Muchas gracias.

**Carlos Mazal**

Gracias, Omar.

También está Andrés Durán, nuestro embajador hasta hace muy poco tiempo en Washington. Yo creo que nos podés presentar una prospectiva desde tu punto de vista, desde Estados Unidos. Gracias

**Andrés Duran**

Gracias Carlos. Me parece buenísimo todo el análisis. Gracias por la invitación. Como decía Marcel, aterrizar algo para Uruguay en todo contexto es muy difícil, es poco claro. Pero lo que sí es claro es que, a pesar de todo, Uruguay no ha sido perjudicado bilateralmente, todo lo contrario.

El comercio y las inversiones con Estados Unidos están más fuertes que nunca. Y eso tenemos que tenerlo bien presente. Y como decía Juan Manuel, es esencial no hacernos autogoles. Obviamente en la medida de lo posible ser proactivos, tratar de seguir construyendo la relación, estar muy cerca de lo que sucede con Argentina. En este momento está todo su equipo en Estados Unidos negociando con el USTR. Yo no conozco nada de lo que esté haciendo Uruguay con eso. Ojalá me equivoque.

Pero creo que ahí se van a abrir oportunidades y de mínima, no hacernos autogoles, porque la relación de Estados Unidos para Uruguay es extremadamente importante y hemos avanzado mucho en los últimos años y podemos seguir avanzando si no cometemos errores. Así que, sí estamos en un mundo muy complicado, pero también tenemos oportunidades y hay que siempre tener presente y pensar estratégicamente lo importante que es Estados Unidos para nosotros, nos guste o no nos guste lo que estemos viendo.

Gracias.

**Carlos Mazal**

Gracias. Andrés.

Ahora sí, abrimos un espacio de preguntas.

Adelante Luis Mosca, ex Ministro de Economía.

**Luis Mosca,**

Gracias, Carlos.

Tendría varias cosas para decir, pero solo quiero centrarme en una y es finalmente la relación que existe entre las derivaciones comerciales del problema que estamos encarando y el problema fiscal.

Estados Unidos tuvo un déficit fiscal equivalente a siete puntos del Producto. Hoy ya lo tiene. Y si uno lee lo que ha presentado la comisión de presupuesto respecto a esta bendita ley que se llama The One Beautiful Bill, uno advierte que hay 2.4 trillion dolars que se incrementa el nivel de la deuda a lo largo de la de la próxima década. Entonces, finalmente, lo fiscal tiene su

correlato con lo que pasa en el sector externo. Estamos viendo la parte estrictamente comercial, pero esta historia de que los países que tienen un superávit con Estados Unidos, están sacando ventajas y deben ser penalizados mediante tarifas, no es la solución al problema. Por lo que decíamos hoy: finalmente los problemas, los desequilibrios del sector externo son resultantes del exceso de gasto y una economía que tiene siete puntos de déficit, si no encara el problema fiscal, no soluciona el problema.

El punto para mí acá es el siguiente: hoy vimos, lo presentaba muy bien Arturo, la evolución de las de las tasas como consecuencia de todos los episodios vividos. Ahora, tomemos en cuenta que en términos reales las tasas de interés hoy son mucho más altas que lo que eran en el pasado, un pasado relativamente reciente. Entonces, yo creo que hay una cosa que no deberíamos descartar y es esta: en la medida en que tengamos una expansión fiscal, que se mantenga, que no solo es resultante de lo que hizo esta administración, viene de antes, para llegar a estos niveles de deuda, con un servicio que va ganando participación en el gasto del sector público, realmente puede que a corto o mediano plazo debamos ver alguna solución bastante parecida a la que vimos en alguna otra oportunidad y es que la Reserva Federal tenga que salir a asistir al Tesoro, porque la desconfianza que genera una cuestión fiscal como la que estamos viendo, puede ser realmente importante.

Un mundo en el cual la Fed asiste al Tesoro comprando deuda. En esas circunstancias eso puede traer aparejado derivaciones en materia de inflación y de tasa de interés. Y eso puede ser un problema para nuestros países. De alguna forma, podemos tener ahí un cisne negro, que deberíamos tomar en cuenta.

Nada más. Gracias.

**Carlos Mazal**

Gracias Luis.

Me animo a hacer alguna pregunta: Eric, I have a question for you because I -believe it or not- when I studied in California, I worked in the San Joaquin Valley, as you know, from Bakersfield all the way to Sacramento. And during the summers, my wife and I worked in the harvest. And to be quite frank by the fact that we were young and strong and in need to make money for the rest of the year, we couldn't keep up with Mexican and Salvadorian migrants. I tried to pick up strawberries. I tell you because this is funny but it's kind of sad cause you know I'm being so young and having a long line of Mexican ladies, I was able to walk and pick up some strawberries for about 25 meters and I couldn't even see the people ahead of me and this, I ended up operating a jack hammer PNG and blah blah blah, you know that. But, how about a world without migrants in the in the US, although I know the President is now excluding certain sectors: hotels and agriculture and so on. Especially when you have a population issue that you can always solve as opposed to Japan or Uruguay by opening the border. And if we have 21 million or 11 million, -I said if we have because I live in the US - just to deport or remove whether it's criminals or illegal or undocumented or anything, it would take 30 - 40 years. That's my estimate, if you want to. But I remember also in the morning, you know, white ranchers coming by to see my father- in-law, to ask whether he could find someone for the last stage of the harvest.

So, there's a demand and when there's a demand there's a supply. So, until when Mr. Trump begins to realize that a US without migrants is just not feasible. Do you agree with me? Maybe you disagree with me? Just that I lived through times that made me see it and live it.

**Eric Farnsworth**

I agree with you completely, 100%. But before I answer, let me just also shout out to Minister Paganini who is just a delight to have him here as well and to hear his comments along with the others.

The migration issue has reached levels of absurdity in the United States, so that people who they may have arrived without proper documentation but they've been deeply integrated into the economy, they have contributed to their communities. They have children, perhaps who have been born here, in some cases serving in the US military, have somehow become targets for immigration enforcement.

And as you quite rightly say, Carlos, some sectors of our economy simply cannot operate without migratory labor. It's just not possible. Agriculture is one of them, hospitality is one of them, construction is one of them. These are three critically important sectors and all of them have begun to make political comments to the White House to try to reverse some of the enforcement activities.

So, I think we're going to see that play out.

But the second thing I would say and just to confirm your point: look the US has an aging population. The demographics are working against us. Without migration to replenish the labor supply, we won't be able to fill the jobs we already have. But even more importantly, perhaps, we won't be able to pay for the retirements. That's exactly right. And so, and that is a very potent political force in the US: the retirees and social security which is funded by current labor. So, if you don't have labor being replenished and in fact growing, then the benefits that will be paid to pensioners will be reduced.

Thank you.

**Carlos Mazal**

Thank you.

Juan Manuel. Veo que pides la palabra.

**Juan Manuel Patiño**

Nada más para aclarar, por un comentario de Marcel y luego de Luis. Cuando yo hablaba de los déficits comerciales, presentaba la visión de Trump como incorrecta, no que esa fuera mi visión. Obviamente lo que tiene Estados Unidos es un fenomenal problema de exceso de gasto que se entiende cuáles son sus efectos, basta analizar un enfoque monetario de balanza de pagos. Nada más aclarar ese punto.

**Carlos Mazal**

Gracias. Lo otro es un comentario a Isidoro y a Marcel, que los conozco bien, están actuando en muy buena fe cuando hacen comentarios de que esta película recién comienza y cómo es posible tener una idea muy vaga de lo que puede llegar a pasar, tan vaga que yo digo que la única certidumbre es la incertidumbre. Pero es bueno hacer un poco de prospectiva para que este tema, que a muchos uruguayos parece no importarle, no quiero criticar a nadie, es bueno jugar con ideas y hacer como Arturo y como Juan Manuel hacer algunas apuestas.

Yo también lo veo como ustedes. Recién empieza, no sabemos, nadie lo ha tomado en cuenta. Yo quería hablar de eso, pero me pareció que seis personas éramos muchos y decidí ser moderador. ¿Qué pasó en los últimos tres días? El petróleo bajó entre 4 y 7%, que hubo una intervención de Estados Unidos, después decretó un cese al fuego, algo inaudito, bilateral y ahora no sabemos cuánto va a durar. ¿Qué tanto todas estas guerras e inclusive la de India, Pakistán, -que no llegó a ser más de un scrimmage- no van a afectar el interés de Estados Unidos por otros temas y la región va a quedar de lado? Capaz, como dijeron algunos de ustedes, bueno que nos dejen que podamos hacer nuestras políticas, pero yo no veo absolutamente ninguna política en ese respecto. Hay gente que no cree ni siquiera en la parte prospectiva, empezar a hablar de presentar escenarios, de qué podría pasar y si el escenario, bueno, podemos hacer esto y lo otro. Mis temas son más de geopolítica, me queda la duda de estos tres días, ¿a qué nos van a llevar? y eso ¿nos impacta?

Saludo, la honestidad de Pocho y de Marcel en esta incertidumbre, pero al mismo tiempo creo que la Academia tiene el deber, o la obligación, de ir jugando con estos temas y creo que cuando hablemos con otras personas vamos a tener esto muchísimo más claro. A mí la presentación de Arturo y de Juan Manuel, quizás por los gráficos me quedó más presente.

Hay también alternativas según se ven las cosas.

María Dolores, te dejo para cerrar. Lamento habernos pasado 15 minutos del tiempo estipulado.

### **María Dolores Benavente**

Bueno, valió la pena. Realmente espectaculares todas las intervenciones y es como dice Carlos, esto es una manera de empezar a poner el tema arriba de la mesa. Puede parecer que está trillado, que ya todo el mundo habla de esto, pero si todos los días tenemos una noticia nueva, me parece que, como decían algunos de los panelistas, esto recién empieza e iremos viendo. Pero es deber de la Academia poner estos temas a discusión y este conversatorio me parece que fue muy jugoso.

Así que, muchísimas gracias a todos. Thank you.

Thank you, Eric very much for your generosity as always.

Eric es un leal de Uruguay. Cada vez que puede mete a Uruguay en los temas, en sus tweets, en cada ámbito que puede.

Así que gracias Arturo, también por tu tiempo. Gracias Marcel, Juan Manuel, Pocho y Carlos que sé que organizaste todo esto con Ana Laura, muchísimas gracias a todos.

---

<sup>i</sup> Mesa redonda llevada a cabo en plataforma Meets el 24 de junio de 2025.