

R

espuestas de política monetaria a las crecientes tensiones comerciales globales: un análisis de la LITERATURA RECIENTE

MARCO VEGA* Y GONZALO LLOSA**



* Subgerente de Investigación Económica del BCRP
marco.vega@bcrp.gob.pe



** Supervisor líder, Subgerencia de Investigación Económica del BCRP
gonzalo.llosa@bcrp.gob.pe

Este artículo revisa la literatura reciente sobre el aumento de aranceles a las importaciones en Estados Unidos y analiza las posibles respuestas de la política monetaria estadounidense, que, según las teorías, tendería a adoptar un sesgo expansivo. En cambio, en las economías más pequeñas, el diseño de una respuesta óptima es más complejo debido a su mayor fragilidad financiera y a sus reducidos márgenes de maniobra. La literatura revisada, no obstante, parte de que las economías están en una posición neutral antes de la ocurrencia del choque arancelario y no considera el contexto actual en el que varios bancos centrales aún enfrentan niveles elevados de inflación, lo que condiciona significativamente las decisiones de política en tiempo real.

El nuevo gobierno de los Estados Unidos ha impuesto aranceles generalizados a las importaciones provenientes de sus socios comerciales (Cuadro 1). Algunos países han respondido con políticas proteccionistas similares. Estas medidas y la incertidumbre asociada han cambiado drásticamente el panorama económico global y plantean importantes desafíos para la política monetaria, tanto dentro del propio Estados Unidos como en los países que comercian con él, en especial las economías pequeñas y abiertas.

El principal desafío es que este nuevo choque arancelario ocurre en un momento en que varios países —incluido Estados Unidos— enfrentan un dilema clásico de política monetaria: cómo equilibrar el control de una inflación todavía alta con el impulso a una actividad económica aún débil en muchos casos. Por ejemplo, en marzo, la inflación en Estados Unidos fue de 2,3 por ciento anual, por encima de su meta de 2 por ciento, mientras que indicadores alternativos de la actividad económica como el índice de confianza del consumidor¹ cayó en abril y está en el nivel más bajo desde hace 13 años. Si la política monetaria se vuelve más flexible para apoyar el empleo, podría dificultar la reducción de la inflación. Por el contrario, una postura más estricta para controlar la inflación podría acelerar su convergencia hacia la meta, pero a costa de un mayor desempleo. En este contexto complejo e incierto es que ocurre este episodio de aumento de aranceles y tensiones comerciales.

Es importante destacar que las tensiones comerciales, al materializarse en medidas proteccionistas, generan efectos reales y distorsiones de largo plazo que en gran medida escapan al ámbito de acción de la política monetaria. Cuando los bancos centrales operan bajo esquemas de metas de inflación flexibles, su capacidad de respuesta frente a estos choques se concentra principalmente en el corto plazo, donde pueden atenuar fluctuaciones indeseadas en la actividad económica y la inflación.

Intuitivamente, los aranceles actúan como un choque mixto de oferta y demanda: interrumpen el comercio internacional de bienes finales e intermedios, elevan los precios internos y reducen la producción (Fajgelbaum y Khandelwal, 2022). En este sentido, plantean un dilema para la política monetaria, que debe equilibrar el aumento de la inflación con la caída de la actividad económica. Varios estudios recientes —como los de Bergin y Corsetti (2023), Auclert et al. (2025), Bianchi y Coulibaly (2025), Monacelli (2025) y Werning et al. (2025)— ofrecen claves para entender cómo debería responder la política monetaria ante este tipo de choques. En general, coinciden en que una respuesta expansiva puede mitigar las pérdidas de producto, aunque conlleva el desafío de contener las presiones inflacionarias.

Este artículo revisa las ideas puestas por dichos artículos para analizar cómo podrían responder tanto

CUADRO 1 ■ Países de América Latina, nuevas tarifas de EE. UU. y proporción de exportaciones a EE. UU.

País	Nuevas tarifas impuestas por EE. UU. (2025)	Proporción de exportaciones a EE. UU. (2021)
Argentina	10%	6.4%
Brasil	10%	11.2%
Chile	10%	15.8%
Colombia	10%	28.1%
México	0%, 10% y 25%	78.1%
Perú	10%	12.8%
Venezuela	10%	N.D

NOTA: LA TASA DE 10% DE ARANCEL ES UNIVERSAL CON ALGUNAS EXCEPCIONES POR PAÍSES Y TIPOS DE PRODUCTOS. NO HAY CERTIDUMBRE PLENA SOBRE LA FECHA FUTURA DE VIGENCIA. LA PROPORCIÓN DE EXPORTACIONES A EE. UU. ES APROXIMADA.
FUENTES: FULL LIST OF TRUMP'S TARIFFS: A COUNTRY-BY-COUNTRY LOOK AFTER THE 90-DAY PAUSE (THE GUARDIAN), TRADE COMPLIANCE RESOURCE HUB (TRUM 2.0 TARIFF TRACKER), WITS (WORLD INTEGRATED TRADE SOLUTION).

Estados Unidos como las economías más pequeñas y abiertas ante los nuevos aranceles. Al final del artículo, se discuten algunas herramientas de política monetaria que podrían servir a estos países, teniendo en cuenta sus problemas particulares, como la excesiva dolarización financiera o sus limitadas reservas internacionales.

POLÍTICA MONETARIA DE EE. UU.: RESPUESTA EXPANSIVA A LOS CHOQUES ARANCELARIOS

Varios estudios recientes han abordado cómo debería responder la política monetaria en diferentes escenarios de aumentos de los aranceles. Aunque todos coinciden en que estas medidas tienden a afectar negativamente la producción, difieren en los mecanismos que explican este efecto y, por tanto, en las implicancias de política.

Bergin y Corsetti (2023) destacan que los aranceles a las importaciones actúan principalmente como un impuesto sobre la demanda del país que los impone. La elevación de los precios —que incluyen los aranceles— reduce las importaciones, tanto de bienes finales (consumo e inversión) como de insumos intermedios. La incapacidad de las empresas de ajustar rápidamente los precios las lleva a producir por debajo de su nivel eficiente. En este contexto, la respuesta monetaria óptima sería expansiva: buscar estimular la actividad económica nacional, incluso si eso implica tolerar temporalmente una inflación mayor del índice de precios al consumidor (IPC).

Auclert et al. (2025) analizan los aranceles a las importaciones como choques estanflacionarios de oferta que generan un aumento inmediato en los precios de los bienes importados, tanto de consumo como de insumos intermedios. Este encarecimiento eleva la in-

¹ Publicado por el Conference Board (<https://www.conference-board.org/topics/consumer-confidence/press/CCI-Apr-2025>). Por el lado de las empresas, el índice de optimismo del PMI estadounidense del S&P Global Flash cayó también en abril y alcanzó su nivel más bajo desde julio de 2022.

flación del IPC al transmitirse a los precios domésticos, mientras que simultáneamente contrae la actividad económica. La contracción del consumo agregado responde a un efecto intertemporal, ya que el aumento de precios inducido por los aranceles reduce el ingreso real de los hogares, lo que restringe su capacidad de gasto presente y los lleva a ajustar su consumo a la baja para preservar su riqueza intertemporal. Además, los aranceles disminuyen las exportaciones debido a la elasticidad del comercio, exacerbada por la apreciación relativa de los bienes domésticos. Un canal parcial de mitigación proviene del desplazamiento del consumo hacia bienes nacionales, impulsado por el efecto sustitución, aunque este es insuficiente para contrarrestar las fuerzas contractivas. Cuando estas dinámicas predominan, el país puede entrar en una recesión acompañada de presiones inflacionarias, situación que genera un dilema para la política monetaria. Los autores destacan que los efectos redistributivos de los aranceles, al alterar los ingresos entre sectores y agentes, amplifican estas dinámicas contractivas y, por lo tanto, ofrecen una perspectiva novedosa sobre los impactos macroeconómicos de las políticas comerciales.

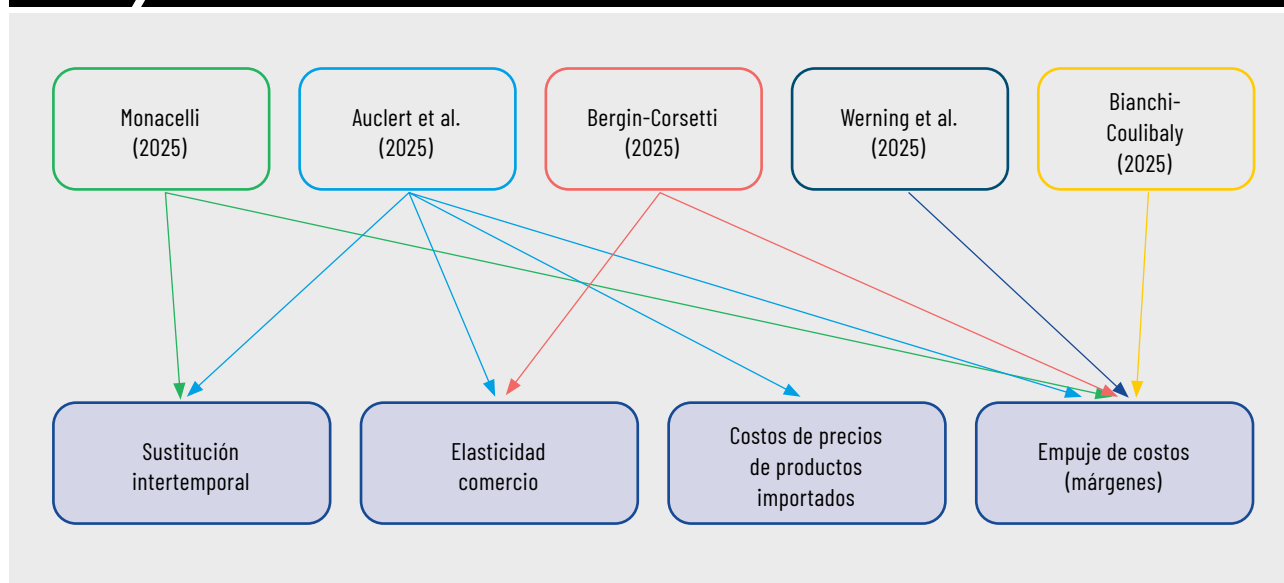
Bianchi y Coulibaly (2025) aportan una nueva perspectiva. Los autores notan que los aranceles generan una diferencia entre los precios al consumidor de las importaciones y el costo social de las mismas. Esta ineficiencia genera una externalidad fiscal: los consumidores, al responder a mayores precios de importación, reducen sus importaciones sin internalizar la reducción de los ingresos arancelarios que recolecta el Estado. En otras palabras, actuando en función de señales de precios, los consumidores generan una contracción excesiva e ineficiente de la demanda. En consecuencia, los autores proponen que la política monetaria actúe de forma expansiva para corregir dicha distorsión y mantener niveles eficientes de gasto.

Monacelli (2025) enfatiza el rol de la distorsión de precios relativos. Al encarecer los bienes importados, los consumidores desvían su gasto hacia bienes nacionales, lo que, bajo ciertas circunstancias, podría impulsar la producción local. Este efecto positivo depende del marco de política monetaria. Si el banco central fija como objetivo la inflación del IPC (que es lo usual), podría reaccionar con un endurecimiento de tasas que neutralice el estímulo inicial sobre la producción local. En cambio, si el foco está en los precios de los productores locales, la expansión de la producción puede sostenerse por más tiempo.

Finalmente, Werning et al. (2025) modelan los aranceles como choques de costos en un modelo con precios rígidos, de modo que el aumento de aranceles encarece tanto bienes de consumo como insumos intermedios y se transmite íntegramente al IPC, lo que genera un choque de oferta puro que empuja la curva de producción hacia abajo. Esta alza de costos reduce el producto por debajo de su nivel potencial y provoca un dilema clásico entre brecha de producto e inflación, de forma análoga a un choque de oferta, de modo que la política monetaria óptima implica permitir una inflación transitoriamente más alta para limitar al máximo la caída de la actividad económica.

El Gráfico 1 ilustra de manera básica los canales teóricos dominantes en el mecanismo de transmisión del choque de aranceles sobre la economía. En conjunto, los estudios mencionados destacan que los efectos de aumentos de los aranceles difieren de manera fundamental de los efectos ocasionados por contracciones típicas de oferta, como las generadas por el aumento de la cotización internacional del petróleo. Lejos de limitarse a un encarecimiento de los costos, los choques arancelarios combinan dimensiones fiscales, rigideces nominales, externalidades y efectos de reasignación sectorial, lo que obliga a repensar las res-

GRÁFICO 1 ■ Canales teóricos dominantes en la literatura reciente sobre los efectos de choques de aranceles sobre la actividad económica e inflación



puestas convencionales de política monetaria frente al proteccionismo comercial. La mayoría de los estudios sugieren que la respuesta óptima debe ser una política monetaria expansiva, capaz de contrarrestar las pérdidas de producto y empleo. Por su parte, Monacelli (2025) también respalda una postura más expansiva que contrasta con la prescripción de política derivada de reglas basadas en la inflación del IPC.

SI LA RESERVA FEDERAL ADOPTARA EFECTIVAMENTE UNA POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA EN RESPUESTA A LOS ARANCELES, ¿CUÁLES SERÍAN SUS IMPLICANCIAS PARA LA ECONOMÍA ESTADOUNIDENSE?

En primer lugar, se observaría un efecto positivo sobre la demanda interna. El estímulo monetario, al impulsar el consumo y la inversión, podría compensar parcialmente la pérdida de producción inducida por los aranceles. Este efecto se vería reforzado por la redistribución de los ingresos arancelarios hacia los hogares, lo que incrementaría su poder adquisitivo.

En segundo lugar, una política expansiva también conllevaría un aumento de la inflación, impulsada tanto por el encarecimiento de las importaciones como por el repunte de la demanda agregada. Tal como argumentan Bianchi y Coulibaly (2025), la Reserva Federal debería estar dispuesta a tolerar un aumento temporal de los precios al consumidor como parte de una estrategia para estabilizar la producción.

Además, una postura monetaria más laxa podría conducir a una depreciación del dólar, lo que mejoraría la competitividad de las exportaciones estadounidenses. Sin embargo, este movimiento generaría presiones sobre las monedas de las economías pequeñas, según señalan Bergin y Corsetti (2023), exacerbando sus vulnerabilidades externas.

A nivel global, la mayor liquidez derivada del estímulo monetario en Estados Unidos y el aumento de su demanda interna podrían generar ciertos efectos de

contagio positivos, lo que beneficiaría marginalmente las exportaciones de otros países. No obstante, estos efectos se verían contrarrestados, en gran medida, por el impacto contractivo directo de los aranceles sobre los flujos comerciales globales.

En conjunto, esta orientación expansiva de la política monetaria se alinea con el doble mandato de la Reserva Federal en el mediano plazo —máximo empleo y estabilidad de precios— al priorizar la estabilización de la actividad económica en un contexto de tensiones comerciales. Sin embargo, en el corto plazo, el dilema entre empleo e inflación se acentúa debido al impulso transitorio sobre los precios. Asimismo, también genera un entorno externo más complejo para las economías pequeñas y abiertas, donde la caída de las exportaciones, junto con sus fragilidades financieras estructurales, podría amplificar los efectos adversos del proteccionismo global.

Es importante aclarar, sin embargo, que una orientación más expansiva de la política monetaria en Estados Unidos solo sería viable si partiera de una posición inicial más neutral. Hay que tener en cuenta que el contexto actual está marcado por un proceso de reducción de la inflación desde niveles históricamente altos, comparables con los de la llamada Gran Inflación de los años setenta. Esta convergencia hacia la meta aún no se ha completado, por lo que las proyecciones de la literatura deben interpretarse con cautela.

¿CUÁLES SON LOS EFECTOS DE PROPAGACIÓN REALES Y FINANCIEROS HACIA ECONOMÍAS PEQUEÑAS Y ABIERTAS?

Las economías pequeñas y abiertas, con una fuerte orientación exportadora hacia los Estados Unidos, enfrentan desafíos significativos ante aumentos en los aranceles. Estos efectos reales pueden intensificarse si existe una alta dolarización de la deuda privada sin mecanismos de cobertura, o si las reservas internacionales son insuficientes para garantizar la liquidez en dólares.

CUADRO 2 ■ Repercusiones reales para las pequeñas economías abiertas

Dimensión	Efecto principal	Mecanismos y matices
Producción y empleo	Contracción neta	- Reducción de exportaciones hacia EE. UU. (p. ej., productos agrícolas), similar a un <i>shock</i> negativo de productividad. - La menor tasa de interés en EE. UU. estimula su demanda interna, lo que genera un leve impulso exportador, pero insuficiente para compensar el impacto negativo de los aranceles.
Tipo de cambio y competitividad	Depreciación monetaria (moderada)	- Caída de ingresos por exportaciones debilita la balanza de pagos, lo que deprecia así las monedas. - La depreciación del dólar por la política expansiva de la Fed modera la depreciación relativa de las monedas locales. - Mejora de competitividad en terceros mercados (p. ej., Europa, Asia), pero limitada capacidad de desvío comercial hacia esos destinos en América Latina.
Inflación (IPC)	Aumento	- La depreciación encarece las importaciones, por lo que eleva los costos de producción (especialmente insumos industriales). - Las tasas bajas en EE. UU. presionan al alza los precios internacionales de materias primas, lo que afecta a las economías importadoras.
Consumo e inversión	Reducción	- Menores ingresos por exportaciones restringen el gasto de hogares y empresas. - El estímulo externo puede apoyar la demanda interna, pero su efecto es limitado en contextos de alta deuda.
Balanza comercial	Deterioro	- Caída de exportaciones a EE. UU. empeora el saldo comercial. - La depreciación mejora ventas en mercados alternativos, pero el peso dominante de EE. UU. en el comercio regional limita la recuperación.

CUADRO 3 ■ Consecuencias financieras para las pequeñas economías abiertas

Dimensión	Efecto principal	Mecanismos y matices
Carga de la deuda	Aumento del riesgo financiero	- La depreciación encarece la deuda externa en dólares, especialmente en el sector privado, común en América Latina. - La mayor exposición a pasivos externos agrava los riesgos de impago, una fragilidad no incorporada plenamente en los modelos estándar.
Volatilidad financiera	Mayor inestabilidad en mercados	- La incertidumbre comercial y la depreciación generan salidas de capital, las que afectan negativamente a los mercados bursátiles y de deuda. - Aunque la mayor liquidez global (vía política expansiva de la Fed) atenúa parcialmente la volatilidad, los choques arancelarios siguen predominando y exigiendo intervenciones puntuales.
Reservas internacionales	Riesgo de agotamiento	- Algunas economías enfrentan presiones sobre sus reservas netas por la necesidad de intervenir en el mercado cambiario. - Una política comercial estadounidense prolongadamente restrictiva podría tensionar incluso a países con niveles elevados de reservas.
Sector bancario	Mayor vulnerabilidad crediticia	- El deterioro de los ingresos por exportaciones y el encarecimiento de la deuda generan un aumento en la morosidad, lo que afecta la estabilidad bancaria. - Si bien las condiciones de crédito se suavizan con políticas monetarias expansivas, la exposición en dólares requiere medidas macroprudenciales específicas.

Una complicación adicional surge a partir del desvío del comercio producto de la imposición de Estados Unidos de aranceles más altos sobre China respecto a los aranceles impuestos sobre otros países. En particular, la disparidad arancelaria configura un escenario en el que se refuerzan las presiones deflacionarias sobre una amplia gama de mercancías provenientes de China. Las repercusiones económicas y financieras de este canal adicional pueden ser profundas, y dependen en gran medida del grado de integración del país en las cadenas globales de valor, las ventajas comparativas de cada país versus las ventajas comparativas de China y la integración a los mercados financieros internacionales.

“

Las pequeñas economías abiertas enfrentan complejas repercusiones reales y financieras ante choques arancelarios globales. Para responder a estos choques, **se requieren políticas monetarias cuidadosamente calibradas que equilibren la estabilización del producto, el control de la inflación y la preservación de la estabilidad financiera.**

”

OPCIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN ECONOMÍAS PEQUEÑAS Y ABIERTAS

Las pequeñas economías abiertas enfrentan complejas repercusiones reales y financieras ante choques arancelarios globales. Para responder a estos choques, se requieren políticas monetarias cuidadosamente calibradas que equilibren la estabilización del producto, el control de la inflación y la preservación de la estabilidad financiera. Si bien la literatura ofrece lineamientos útiles, factores como la elevada deuda en dólares, los niveles variables de reservas internacionales y las distintas posiciones de la inflación respecto a sus rangos de tolerancia exigen estrategias más matizadas y adaptadas a cada contexto local.

Los estudios recientes —Auclert et al. (2025), Bianchi y Coulibaly (2025), Bergin y Corsetti (2023) y Werning et al. (2025)— coinciden en que una política monetaria expansiva, mediante reducciones en la tasa de interés, puede mitigar el impacto recesivo de los aranceles al reforzar la demanda interna y limitar la pérdida de producción y empleo. Sin embargo, esta estrategia presenta un dilema: la consiguiente depreciación del tipo de cambio y el encarecimiento de las importaciones exacerban las presiones inflacionarias. En economías pequeñas, muy dependientes de insumos importados y con instituciones más frágiles, tolerar una inflación elevada puede minar la credibilidad de la autoridad monetaria. En definitiva, el reto de conciliar estabilización de la actividad y control de la inflación es aún más agudo en estos entornos.

En este contexto, las intervenciones cambiarias pueden desempeñar un papel crucial. La depreciación de la moneda puede mejorar la competitividad externa, como señalan Bergin y Corsetti (2023) y Monacelli (2025). Sin embargo, la práctica de fijar precios de exportación en dólares limita notoriamente los efectos de competitividad de una depreciación cambiaria. Adicionalmente, en economías con alta exposición a deuda denominada en dólares, una depreciación sos-

tenida puede aumentar significativamente la carga de la deuda, lo que obliga a estabilizar el tipo de cambio. Esta necesidad de intervención cambiaria puede generar tensiones con una política monetaria expansiva y, en algunos casos, poner en riesgo el nivel de reservas internacionales, especialmente en economías con márgenes fiscales y financieros más limitados.

Una alternativa complementaria es mantener objetivos inflacionarios con cierto grado de flexibilidad. Esto permite anclar las expectativas inflacionarias sin sacrificar completamente el margen para medidas expansivas. Monacelli (2025) ha cuestionado el sesgo restrictivo que puede derivarse de tener metas muy rígidas sobre la inflación del IPC, proponiendo una mayor flexibilidad para responder a choques externos. Sin embargo, el desafío radica en que la depreciación cambiaria amplifica la inflación y complica la estabilización del producto en contextos de alta deuda en dólares, lo que obliga a combinar esta estrategia con intervenciones cambiarias o medidas macroprudenciales.

Dado que muchos de estos riesgos no están plenamente contemplados en los modelos estándar, la coordinación entre políticas monetarias, macroprudenciales y fiscales se vuelve indispensable. Aunque la literatura reciente no aborda a fondo la problemática de la deuda en dólares, casos como el de Corea del Sur —que ha implementado medidas fiscales para apoyar a sus fabricantes de automóviles— ilustran la necesidad de políticas complementarias. No obstante, estas medidas enfrentan importantes restricciones. Muchos países con bajos niveles de reservas tienen un margen fiscal reducido, lo que limita su capacidad de respuesta autónoma. En estos casos, el acceso a financiamiento externo puede resultar crucial para sostener una respuesta de política efectiva y evitar un deterioro mayor en la estabilidad macroeconómica.

CONCLUSIÓN

La imposición de aranceles globales por parte de Estados Unidos configura un entorno especialmente desafiante para las economías pequeñas y abierta. La literatura reciente coincide en que una respuesta monetaria expansiva es apropiada en el caso estadounidense, ya que permite contrarrestar las pérdidas de producción inducidas por los aranceles mediante el estímulo de la demanda interna, a costa de una mayor inflación transitoria. Esto se alinearía más al tipo de política conocida como *look through policy*, es decir, no responder a la inflación en el corto plazo si es que la inflación de largo plazo se mantiene anclada a pesar de la disrupción. Esta estrategia también implicaría la depreciación del dólar, que a su vez ejercería presión sobre las monedas de las economías más pequeñas. La incertidumbre arancelaria como consecuencia de las negociaciones o la preexistencia de condiciones iniciales inflacionarias, podrían retrasar o incluso variar la implementación de esta estrategia.

Para economías emergentes, los efectos reales incluyen una contracción de la producción, depreciación



La imposición de
aranceles globales
por parte de Estados Unidos
**configura un entorno
especialmente desafiante
para las economías pequeñas
y abiertas.**



cambiaria e incremento de la inflación. En el plano financiero, se observa un aumento en la carga de la deuda externa —especialmente la denominada en dólares—, mayor volatilidad en los mercados y un riesgo creciente de agotamiento de reservas internacionales. Estas vulnerabilidades se ven agravadas por el alto endeudamiento privado en moneda extranjera, frecuente en muchas economías emergentes.

En este contexto, el margen de acción de la política monetaria se ve claramente limitado por la complejidad del entorno global. Los bancos centrales deben actuar con cautela, evaluando no solo los efectos domésticos de sus decisiones, sino también las interacciones con las políticas comerciales y monetarias externas. Las posibles respuestas incluyen además intervenciones cambiarias para contener la volatilidad, y medidas macroprudenciales que permitan mitigar los riesgos financieros sin comprometer la estabilidad macroeconómica.

REFERENCIAS

- Auclert, A., Rognlie, M., & Straub, L. (2025). *The Macroeconomics of Tariff Shocks*. Working Paper 33726. National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/papers/w33726>
- Bergin, P. R., & Corsetti, G. (2023). The macroeconomic stabilization of tariff shocks: What is the optimal monetary response? *Journal of International Economics*, 143. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2023.103758>
- Bianchi, J., & Coulibaly, L. (2025). *The Optimal Monetary Policy Response to Tariffs*. Working Paper 33560. National Bureau of Economic Research.
- Fajgelbaum, P., & Khandelwal, A. (2022). The Economic Impacts of the US-China Trade War. *Annual Review of Economics*, 14, 205-228. <https://doi.org/10.1146/annurev-economics-051420-110410>
- Monacelli, T. (2025). *Tariffs and Monetary Policy*. Discussion Paper No. 20142. Centre for Economic Policy Research. <https://cepr.org/publications/dp20142>
- Werning, I., Lorenzoni, G., & Guerrieri, V. (2025). *Tariffs as Cost-Push Shocks: Implications for Optimal Monetary Policy*. Working Paper 33772. National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/papers/w33772>