

# VARIANZA

---

## 1. ¿Qué objetivo tienen las tarifas?

Hay que entender que Trump es el síntoma, no la enfermedad. La enfermedad es la opinión generalizada, de algo más de la mitad de EE. UU., sobre la pérdida de puestos de trabajo y competitividad industrial que ha supuesto la globalización. Trump es el síntoma que echa gasolina a la hoguera con mentiras y medias verdades a su electorado jaleándolo con la injusticia que se está cometiendo con ellos. Esto es lo que hay, a pesar de lo absurdo que esto pueda sonar para quien tenga una mínima noción de comercio. Como bien dice Paul Krugman que, a pesar de no ser santo de muchas devociones, es una de las personas que más sabe de comercio internacional: "...a trade war is like a fight where you shoot yourself in the foot to prove a point."

Las tarifas prometidas en campaña que ahora se implementan tienen un doble objetivo:

- El aparente: acabar con la supuesta injusticia comercial que se estaría produciendo con EE. UU.
- El subyacente: sustituir los impuestos directos que pagan los americanos y transformarlos en indirectos Si fabricas aquí, tienes un Impuesto de Sociedades e IRPF bajo y no se gravan tus productos con

aranceles. Con ello se pretendería atraer la inversión a EE. UU. para reindustrializar el país.

## 2. ¿Cómo se ha llegado a los niveles de tarifas anunciados?

Es probablemente el punto más perturbador del anuncio, donde se pretende dar la sensación de que hay algo de ciencia detrás del proceso. En el momento de escribir estas líneas no hemos sido capaces de encontrar el sentido a la fórmula que hay detrás. La entendemos, pero no le vemos el sentido. Tampoco lo hemos encontrado en la veintena de analistas y economistas que hemos contrastado.

La fórmula que se está utilizando, en lugar de ser una respuesta a los aranceles o barreras que otros países tienen sobre las exportaciones de EE. UU., se centra exclusivamente en el desequilibrio comercial individual (de bienes y no de servicios) que mantiene EE. UU. con cada país. Es decir, su déficit comercial<sup>1</sup>.

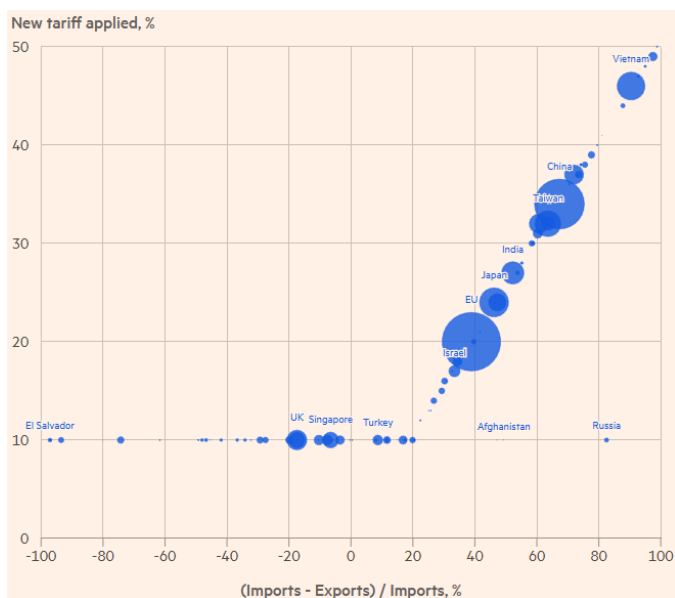
Ese déficit lo divide entre el total de importaciones de bienes que provienen de ese país más unos ajustes (elasticidad y tipo de cambio). El resultado es un porcentaje que muestra el desequilibrio comercial. Este

---

<sup>1</sup> Balanza comercial = en principio solo bienes. Balanza por Cuenta Corriente = bienes + servicios + rentas + transferencias.

# VARIANZA

porcentaje se reduce a la mitad (como ¿gesto de buena voluntad?) y el resultado es el arancel (adicional) que se impone a cada país.



Como consecuencia de este cálculo China estaría gravada con el 54%. Es decir, el 34% que sale de la fórmula mágica de ayer, más el 20% que recientemente se le puso ([y algunos productos el 79% porque ya tenían un 25%](#)).

Con quien no mantenga un déficit comercial, les impone un 10% porque sí. Algunos productos no están sujetos a los aranceles como el cobre, semiconductores, madera, oro, energía, productos farmacéuticos y algunos minerales.

Para ver el sinsentido de este “proceso” se puede tomar el ejemplo del café en EE. UU. donde solo se produce el 1% de lo que se consume. No porque no quieran plantar más, sino porque el que crece en Hawái y Puerto Rico es escaso y de mala calidad. Por eso

recurren a Colombia, Brasil y Vietnam para comprar más. Para hacer el ejemplo más fácil, supongamos un país pobre que solo exporta café a EE. UU. y no importa nada de EE. UU. porque estos venden Teslas y no tiene dinero para comprarlos. El país pobre tendría un superávit con EE. UU. y ahora, además, un buen arancel.

### 3. ¿Cómo son los aranceles respecto a las expectativas?

Lo anunciado es malo, muy malo. Se acaba de plantear un escenario peor que el peor de los escenarios. Entre las estimaciones había distintas posibilidades, pero ninguna contemplaba que fueran aranceles globales y tan altos como ha sido el caso de algunos países asiáticos: Camboya (49%), Laos (48%), Vietnam (46%) o Sri Lanka (44%) se van calentitos. Hasta parece bueno el arancel del 30% con el que se va la Unión Europea (20% de ayer más el 10% que ya tenía).

Lo llamativo es que países con los que tiene un superávit, como Australia, se llevan un 10% o Norfolk Island, donde viven dos mil personas, un 29%.

### 4. ¿Qué implicaciones tienen los aranceles?

Tienen varias implicaciones tangibles e intangibles. Estas últimas las dejamos de lado

# VARIANZA

---

porque son complejas de medir ya que están relacionadas con el sentimiento antiamericano que, en este proceso, Trump y su séquito están despertando en el resto de los países. Y cómo a estos les cambia el sistema de incentivos y se alterarían los patrones de consumo o acuerdos entre ellos.

Sobre las implicaciones más tangibles, hay tres áreas clave para EE. UU.:

- **Inflación.** EE. UU. importa \$3,3T de bienes al año. Con las nuevas medidas el arancel medio pasaría aproximadamente del 2,5% al 20%. Si se siguiera consumiendo lo mismo, importando esos \$3,3T, EE. UU. recaudaría \$560B de ingresos "adicionales", que representa un 2% del PIB de EE. UU.

Las importaciones son un 16% del consumo privado total de EE. UU. Por lo que se produciría un incremento súbito de precios (impuestos) del 17,5% (el 20% menos el 2,5%). Es decir, una subida adicional del 2,8% sobre la inflación actual. La inflación se iría al 5,6% (el incremento sería una vez, es decir, una vez pase el incremento no se repetiría a futuro. Por eso la expectativa de inflación de corto plazo se dispararía mientras que la de largo plazo debería seguir anclada).

- **PIB.** El impacto sería del 2% en PIB para que todo siguiera constante. Es decir, si no se compensase el impacto sobre el consumo con estímulos fiscales. El

consenso estimaba la semana pasada que el PIB de EE. UU. crecería un 2% en 2025. Por tanto, el impacto de las medidas, tal y como están presentadas y todo lo demás constante, supondría un año en blanco para el crecimiento.

- **Beneficios empresariales.** Se verían afectados por una reducción de los márgenes por incremento de costes y una disminución de las ventas por reducción del consumo.

Asumiendo un multiplicador de 5x - 6x de sensibilidad para cada punto de PIB, implicaría una caída de beneficios aproximadamente del 11% - 13% desde la estimación actual. Esto se traduciría en una caída de beneficios de hasta el 4% respecto al cierre de 2024.

Las implicaciones para otros bloques, como por ejemplo la Unión Europea, son algo más limitadas. En términos de inflación no debería tener impacto, lo que le confiere maniobrabilidad para acometer ayudas fiscales y monetarias que pudieran amortiguar el golpe.

En términos de crecimiento, el impacto, aunque relevante para determinados sectores, en agregado es limitado. La Unión Europea exporta un 3% de su PIB a EE. UU., de los cuales solo el 70% de los productos se ven afectados. Esos productos, equivalentes al 2,1% del PIB no se dejan de consumir por completo. Se reduciría su consumo o se

# VARIANZA

---

intentaría redirigirlos a otras economías, por lo que el impacto, asumiendo una agresiva reducción del 25% estaríamos hablando de un crecimiento del PIB del 0,5% en lugar del 1% anterior estimado (sin incluir las subidas de estimaciones por nuevos estímulos fiscales anunciados).

## 5. ¿Cómo deben responder los distintos países?

Los países tienen dos opciones: o responder o quedarse como están. Aquí es donde está el problema. Si los países responden entramos en una cosa que se llama el *Chicken Game* de Teoría de Juegos. Para quien sepa qué es, puede saltarse el siguiente párrafo.

La Teoría de Juegos en economía estudia cómo las decisiones de unas personas dependen de las de otras, utilizando modelos matemáticos para analizar conflictos, cooperación, competencia y negociación. Para ello, se simplifican situaciones reales en juegos que permiten evaluar cómo debería actuar cada parte. Uno de los más conocidos es el *Chicken Game*, que representa el reto entre dos personas que conducen directamente una hacia la otra para ver quién gira el volante primero y demostrar quién es el "gallina". No existe una estrategia que beneficie a ambos: o uno se aparta y el otro "gana", o ninguno lo hace y acaban chocando.

Normalmente en los juegos el entendimiento o la coordinación entre los jugadores lleva al equilibrio porque hay una estrategia dominante que lleva a que ambos bandos obtengan una solución óptima.

El problema con el *Chicken Game* es que no hay estrategia dominante. Entonces ¿Cómo se debe jugar? Thomas Schelling, leyenda de la Teoría de Juegos y premio Nobel de economía, desarrolló una teoría sobre cómo se debía actuar en estas situaciones. Entre otras cuestiones, sus estudios son la base sobre la que se asentó toda la actuación de EE.UU. para ganar la Guerra Fría.

Según Schelling la estrategia tiene que estar basada en la agresividad, la amenazas y en demostrar a tu oponente que no tienes otra opción más que seguir firme en tu posición. Propone que los compromisos públicos, el quemar puentes y limitar tus opciones de salida de manera pública son las herramientas necesarias para transmitir la credibilidad suficiente en tu oponente para forzar que sea él quien "gire el volante".

Un ejemplo de cómo actuar en el *Chicken Game* sería arrancar el volante y tirarlo por la ventanilla. Este es el problema con el juego: cuanto más sepan los jugadores sobre Teoría de Juegos, más peligroso se vuelve y mayor probabilidad de "accidente".

Volviendo a la situación actual, a diferencia de la era Trump de 2016, ahora los países saben que están jugando un *Chicken Game*... y

# VARIANZA

---

saben cómo se juega. Por eso, lo más inteligente sería —dado que el impacto por ahora es razonablemente limitado— dejar las pasiones a un lado, no responder y ganar tiempo para negociar. En paralelo, tienen margen para estimular fiscalmente y amortiguar el golpe. El problema es que nuestras creencias importan poco: hablamos de políticos que responden a las emociones de sus votantes y no a la lógica.

En el fondo vemos todas estas medidas de Trump como herramientas de presión para negociar y forzar concesiones a los países que, hasta ahora, ni se habían planteado. La volatilidad de las decisiones de Trump —tanto pasadas como actuales— sugiere que, con ciertas concesiones, no sería difícil alcanzar un entendimiento. Tener a China enfrente ya es complicado, pero quedarse sin un solo aliado en el mundo es algo que ni siquiera EE. UU. puede permitirse.

## 6. ¿Qué implicaciones tiene para mercados financieros?

- **Inflación:** tal y como calculábamos antes, la inflación debería repuntar en EE. UU. por encima del 5%. En principio el impacto es puntual, pero dado que la evolución futura depende de tantos factores, no se puede descartar que siga subiendo.
- **Tipos de interés:** no pueden bajar mucho en EE. UU. y esto limita las opciones de la FED. Sin embargo, la naturaleza puntual de la subida de la inflación podría dar maniobrabilidad a Jerome Powell para pausar y ganar tiempo.
- **Renta Variable.** El repunte de la inflación debería provocar, en términos agregados, una caída en los márgenes de las empresas estadounidenses. Algunas industrias y compañías se verán especialmente afectadas. Por ejemplo, RH (antes Restoration Hardware) cayó más de un 40%, ya que importa prácticamente todos sus muebles desde Vietnam y China. A su vez, el aumento de la incertidumbre está estrechamente vinculado a la prima de riesgo y, por tanto, al múltiplo que los inversores están dispuestos a pagar: a mayor incertidumbre, menor múltiplo. Esto responde a la previsión de cancelación de numerosos planes de inversión y al parón del consumo privado. Por poner algunos ejemplos, deberían sufrir las compañías de mayor valor terminal (como tecnológicas), las americanas con mayor producción fuera

# VARIANZA

---

de EE. UU (como Apple), las americanas expuestas al consumo minorista y sin margen para absorber inflación (como Walmart), y las europeas o chinas expuestas a la exportación a EE. UU. (como los fabricantes de coches).

- **Renta Fija.** Por un lado, las emisiones de Gobiernos deberían servir de activo refugio, sobre todo los tramos más largos (duraciones elevadas), mientras que los cortos americanos plantean dudas por las dificultades de la Fed para combatir un proceso de estanflación. Por otro, en los bonos corporativos deberían verse caídas como consecuencia de la ampliación severa de spreads de crédito por mayor probabilidad de recesión.
- **El dólar.** A corto plazo, los aranceles —en la práctica, un impuestazo— frenan el crecimiento y elevan la inflación. Esto aumenta las expectativas de que la Fed recorte los tipos de forma más agresiva para mitigar el impacto, debilitando así al dólar. Un escenario con el que Trump se siente cómodo, ya que favorecería su plan de reindustrializar EE. UU. y potenciar las exportaciones.

## 7. ¿Qué implicaciones tiene para nuestra estrategia y carteras?

Nosotros defendíamos a principios de año que:

1. Nos habíamos saltado una recesión y estimábamos una baja probabilidad de ver una en diferido durante 2025.
2. Nos dirigíamos a un nuevo régimen estructural de tipos más altos, consecuencia de una mayor inflación entorno al 3%.
3. Que no compensaba ir en contra del consenso en Estados Unidos a pesar de las valoraciones elevadas, donde todo el retorno debería venir del crecimiento de beneficios, pero nada de expansión de múltiplo adicional. Pero sí que compensaba ir en contra del consenso tanto en Europa como en China, por estar todo lo malo en los números y nada de lo bueno. Veíamos margen de mejora tanto por expansión de múltiplo como incremento de beneficios.

Consideramos lo ocurrido como un evento grave, pero que debería ser el inicio de un proceso de negociación que acelera la Desglobalización que llevamos un par de años estimando. Aunque hemos revisado a la baja las estimaciones de crecimiento de PIB para los principales bloques en 2025, por ahora no anticipamos una recesión. Mantenemos por tanto los cuatro puntos clave de nuestra estrategia, aunque el primero de ellos está en revisión.

Estábamos esperando caídas en EE. UU. para aumentar exposición, dado que actualmente tenemos un peso inferior al habitual. Sin embargo, a pesar de las correcciones recientes, todavía no estamos

# VARIANZA

---

comprando. No lo hacemos porque creemos que esto no es un evento puntual, sino un proceso que aún no ha terminado. Necesitamos mayor visibilidad sobre la respuesta de los países implicados y confirmar si estamos ante una táctica negociadora o un cambio estructural.

Ya advertíamos a comienzos de año que el potencial de revalorización del S&P 500 estaba limitado al crecimiento de beneficios, porque la expansión del múltiplo estaba agotada.

En un escenario negativo, y sin tener en cuenta posibles contramedidas monetarias y fiscales de EE. UU., estimamos que sería razonable esperar una corrección hacia la media histórica de 18x. Si además los beneficios crecieran este año un 5% — frente al 10% esperado antes de los aranceles—, el índice podría caer hasta los 4.520 puntos, lo que implicaría una corrección acumulada en el año de aproximadamente un 20%.

Mientras no modifiquemos nuestra visión sobre una posible recesión, ese nivel sería una oportunidad para aumentar exposición a renta variable en EE. UU. En paralelo, mantenemos la sobreponderación en Europa, China y mercados emergentes.

En renta fija este evento claramente trastoca nuestros planes de incrementar duración, donde esperábamos el momento adecuado para aumentarla. Retrasamos este movimiento y seguimos pensando que terminará por llegar el punto en el que consigamos incrementar la duración.

Un abrazo.

Pelayo Gil-Turner Smith