

"Judge policies by their results, not their intentions."

– Milton Friedman –

Es curioso cómo con Trump las semanas parecen alargarse hasta convertirse en años: cada día es una avalancha repetitiva de aranceles, amenazas, rectificaciones, malentendidos, agravios y arrogancia, que producen una absoluta flojera por leer la última ocurrencia de la mañana.

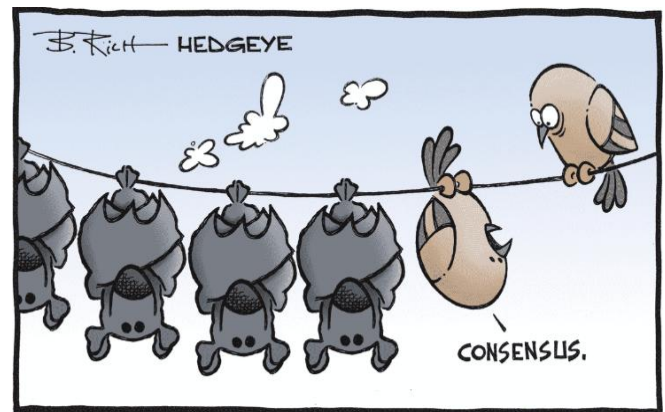
Parece que la versión Trump 2.0 continúa con la estrategia de Steve Bannon de 2018 cuando decía que se trataba de inundar de noticias a la oposición y los medios de comunicación para hacerles sentir abrumados y sin control para así ganar terreno en las "negociaciones". Y lo está logrando de lleno: medio mundo está agotado. Y solo llevamos tres meses de presidencia y [firmadas 116 órdenes ejecutivas](#)... ánimo, ya solo nos quedan cuarenta y cinco meses por delante.



Lo que llevamos de mercados este año se estructura en torno a dos bloques bien diferenciados:

Por un lado, el primer trimestre¹, ya olvidado, donde enero fue una extensión del [American Exceptionalism](#) de 2024, febrero fue la constatación de que las valoraciones de EE. UU. se habían ido de madre tras el anuncio de Deepseek y, finalmente marzo, donde se entrevistaron las primeras fisuras en el optimismo americano con rebajas en las estimaciones de crecimiento. Por otro lado, un segundo bloque, post *Liberation Day*, a partir del cual todo lo anterior queda en un segundo plano.

Mientras escribimos estas líneas, en lo que va de año tenemos caídas de Renta Variable en Estados Unidos, subidas en Europa y en China... *Et voilà*... justo al revés de lo que decía el consenso a principios de año.



¹ Durante el último trimestre la Renta Variable Global cayó un 1,2%, en EE. UU. cayó un 4,6% y en Europa subió un 5,2% para el MSCI World, S&P500 y Stoxx600 EUR respectivamente. Por el lado de la renta fija subieron los bonos soberanos en USD un 2,9%, cayeron un -1,3% en EUR y en Renminbi cayeron un -0,6%. En paralelo, los bonos de alta calidad crediticia en EE. UU. subieron un 2,3% y en Europa un 0%. El High Yield ganó en EE. UU. un 1,0% y en Europa 0,6%. Y finalmente, los bonos emergentes soberanos subieron un 2,1% y los emergentes corporativos en dólares un 2,7% (para BB US Treasury Index, BB EUR-Aggregate Treasury Index, BB China Govt TR Index, BB Barclays US Corp TR, BB Barclays Euro Aggregate Corp TR Index, BB Barclays Corp High Yield TR Index, BB Barclays Pan-European high yield TR Index, BB Barclays Emerging Markets Sovereign TR Index y BB Barclays Emerging Markets USD Aggregate Corp Index respectivamente).

Como comentábamos en [nuestra última entrada del blog](#), el resultado *del Liberation Day* ha sido, contra todo pronóstico y lógica, peor que el peor de los escenarios estimados, y ahora hay dos bandos: aquellos que sostienen que hay una estrategia detrás de todo esto, y que tiene un impacto negativo de corto plazo necesario para llegar al “*valhalla*” económico (al menos para la economía americana); y quienes piensan que el proceso está siendo improvisado, sin un análisis razonable sobre las [unintended consequences](#) resultado de intervenir, sin analizarlo bien, en un engranaje global que lleva más de cien años construyéndose.

Nosotros nos situamos en el segundo campo de pensamiento porque hay varios flecos que apuntan a la improvisación:

- Los [importadores en los puertos no saben qué tarifas aplicar ni cuándo hacerlo](#). Hay confusión sobre los bienes en tránsito: algunos sostienen que deben pagar aranceles, otros que no. Ni siquiera cuentan con la documentación ni recursos necesarios para hacerlo.
- Un acuerdo comercial bilateral suele tardar, si no meses, años en negociarse. Suponiendo una eficiencia extraordinaria por parte del equipo de Trump, tal vez podrían cerrar uno en unas semanas. Pero [¿cuánto tiempo llevaría acordar más de 70?](#) Parece que nadie consideró lo que implica, en la práctica, recibir 70 llamadas, convocar 70 reuniones y negociar cientos de detalles en cada una de ellas.

- Muy revelador es cuando, en plena sesión de control y en medio de una batería de preguntas sobre los aranceles, el congresista demócrata Steven Horsford suelta un explícito “[WTF! Who’s in charge?](#)” al representante de Comercio de EE.UU., Jamieson Greer. Mientras éste intenta responder con aplomo sobre la estrategia arancelaria, le informan, en directo, que Trump acababa de conceder un periodo de gracia de noventa días. La cara de besugo que se le queda en plena declaración es simplemente antológica.

Improvisación pura...



Decíamos en nuestra última nota que este proceso de arancel-va-arancel-viene es una negociación como en el [Chicken Game de la Teoría de Juegos](#), un proceso peligroso en el que la estrategia está basada en la agresividad y en demostrar a tu oponente que no tienes otra opción más que seguir firme en tu posición. EE. UU. ha sido una fuente constante de amenazas, agresividad y firmeza hasta que los bonos americanos se han movido de forma agresiva en dirección contraria a lo que estimaban; entonces entró la duda de si subir más los aranceles o bajarse los pantalones. Trump ha optado por la segunda con un periodo de gracia de noventa días.

En solo siete días ha sido el primero en recular por una falta de tolerancia a las pérdidas. Pero no solo se ha visto esta falta de tolerancia en el Gobierno, también entre los mayores y más vocales donantes de la campaña de Trump, que han salido en tropel mostrando su preocupación como Bill Ackman, Ken Griffin, Jamie Dimon, Stanley Druckenmiller o Ray Dalio entre otros.



A lo largo del trimestre se fueron rebajando gradualmente las estimaciones de crecimiento constatando que Trump insistía con solo dos medidas (aranceles e inmigración), y nada de las otras tres promesas electorales positivas (menor regulación, bajada de impuestos y reindustrialización). Es decir, todo lo malo, pero nada de lo bueno. Los bonos empezaron a cotizar en marzo un menor crecimiento con una caída de los yields de largo plazo. Esto debió animar a Trump y su equipo pensando en la montaña de casi \$10T de nueva deuda a emitir en 2025 (\$8T de vencimiento más \$1,8T adicional de déficit estimado). Debieron pensar que cuanto mayor era la amenaza de aranceles, mayor sería el ahorro por unos yields menores. El problema es que tras el anuncio del 2 de abril los yields, en lugar de

hacia abajo, se han ido hacia arriba por dos cuestiones que no han medido bien:

1. El resto de países, todos ellos agraviados y sobre los que Trump dijo "*they are kissing my ass*", tienen aproximadamente un 30% de la deuda americana (\$8,5T de un total de \$36T). Estos pueden empezar a vender ante la nueva situación: como amenaza y arma de negociación (se especula que China podría haber empezado con los \$750B que tiene) o ante la expectativa de un menor interés del dólar como divisa de referencia y solvencia global.
2. El mercado es consciente del riesgo en la estructura de capital americana en un momento crucial: cerca de una difícil negociación sobre el incremento del techo de deuda después del verano, un déficit insostenible del 6% y la creciente preocupación por un posible repunte de la inflación por los aranceles que limite la actuación de la Fed.



Seguimos estimando para EE. UU. una potencial caída del crecimiento de PIB de un 2% y del 11% - 13% en los beneficios empresariales. Y una estimación mucho más limitada para China y Europa. Sin embargo, estamos ante un puzle de varias dimensiones, donde todos los días hay nuevas fichas, y

donde una estimación queda obsoleta en cuestión de horas. No obstante, creemos que es fundamental establecer algún tipo de anclaje entre tanta incertidumbre a partir del cual poder adaptar la estrategia de inversión.

Desde nuestro punto de vista, la guerra comercial es un proceso de negociación que tiene dos objetivos:

1. **Mejorar las finanzas americanas.** Desde la perspectiva de los ingresos, el objetivo es claramente recaudatorio: aumentar los ingresos mediante la implementación de un arancel global que ahora resultaría aceptable para otros países al reducir la incertidumbre y, por tanto, la prima de riesgo. Se baraja, por ejemplo, una tasa en torno al 10%. En paralelo, y en función del avance de las negociaciones, se busca impulsar las exportaciones en sectores estratégicos como el energético o el militar (con Europa como posible destino prioritario). China probablemente, y con negociaciones algo más difíciles, se verá obligada a aceptar un arancel mayor. En suma, y suponiendo todo lo demás constante, reportaría unos ingresos extra de aproximadamente \$350B.

Por el lado de los costes, el famoso departamento DOGE pretende **reducir los costes**, sin pedir permiso ni perdón, entre gastos generales, educación, sanidad o, incluso, el ejército. Tiene como objetivo reducirlos en \$1T sobre un total de \$7T. Probablemente la cifra finalmente sea inferior, pongamos que se consigue un tercio, lo que supondría \$350B de ahorro.

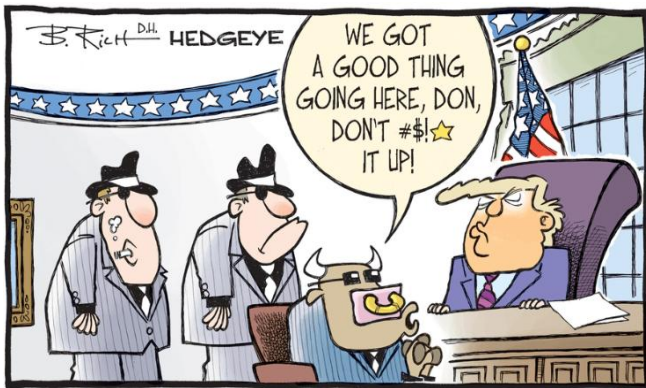
Teniendo en cuenta que se estima un déficit americano de \$1,8T en 2025 (un 6% aproximadamente) se conseguiría reducir el déficit, mejorando ingresos y gastos, hasta el 3,5%: algo que empieza a sonar aceptable.



2. **Reindustrializar la economía americana y reducir la dependencia de China.**

Es bien sabido que el resurgir de China se debe, en gran medida, a su integración en la OMC facilitada por Bill Clinton en el año 2000. Se incorporó sin cumplir las condiciones mínimas, con la esperanza de que lo hiciera en el futuro. No fue así. También es sabido, que el principal beneficiado de esa incorporación ha sido EE. UU. Ahora es cuando toman conciencia de los perjuicios (y no de los beneficios) y buscan revertirla a través de un complejo proceso que llevará entre 5 y 10 años.

Por tanto, dada la complejidad de los objetivos y el largo plazo que implica, nuestro anclaje es asumir que estamos ante un proceso de negociación, en el que las posiciones tenderán, inevitablemente, a suavizarse: nadie quiere autoinfligirse un daño irreparable sin obtener algún rédito en el corto plazo.



Entendemos la complejidad del momento, pero nos sorprende la desconexión entre las principales casas de análisis y la reacción del mercado. Mientras las primeras han abrazado la narrativa del apocalipsis —rebajando estimaciones y anticipando casi una depresión ([¿quizás por los beneficios récord de comisiones que ello implica?](#))—, los activos se mantienen lejos de descontar una recesión. Tras la ida y vuelta, el mercado está en tierra de nadie, sin reflejar el pesimismo extremo que transmiten tanto las casas de análisis como algunos indicadores.

Por ejemplo, en una recesión media se produce una caída de la renta variable, de máximo a mínimo, del 35% (con un rango del 15% al 55%) y un ensanchamiento de diferenciales en Investment Grade (IG) de 225 pb y de High Yield (HY) del 1000 pb.² En este momento podríamos decir que la renta variable descuenta en EE. UU. la recesión con una probabilidad del 34% al haber caído desde máximos un 12% y la renta fija descuenta una probabilidad del 10% al haberse ampliado los diferenciales en 24pb en IG y 129 pb en HY. En términos absolutos,

estos diferenciales están ahora en niveles de media histórica.

En paralelo, las valoraciones del mercado americano están en 20x PER, muy por encima de su media de 18x. No son valoraciones muy de recesión. Europa está en 13,8x y China en 9,7x (estos últimos incluso mejor que el año pasado y todavía por debajo respecto a su media histórica de 15,5x y 11,2x respectivamente).



Adicionalmente, creemos que la economía estadounidense dispone de recursos y medidas suficientes para amortiguar –e incluso revertir– el nerviosismo actual. Y aún no se ha implementado ninguna. Entre ellas, las más importantes serían:

- Medidas técnicas sobre exigencias bancarias que faciliten la compra de deuda americana, como se hizo durante la pandemia. Esto podría lograrse [si no se tienen en cuenta los Treasuries a la hora de imponer un requerimiento de capital](#) del 5% sobre todos los activos, lo que liberaría hasta \$1,2T para adquirir deuda³.
- Un rescate clásico de la Fed como en el pasado. Por ahora Powell guarda silencio

² Los números en Europa son muy similares, con una caída del 10,5% del Stoxx600 Europe Index y un ensanchamiento de diferenciales de 22pb en IG y de 107 en HY.

³ Para más información sobre qué es y la importancia del Supplementary Leverage Ratio (SLR) pinchar [aquí](#)

(con razón: no ha provocado esta situación y arriesgaría quemar cartuchos antes de tiempo), pero podría reactivar el *quantitative easing*, bajar los tipos de interés o aplicar otro mecanismo que inyecte liquidez y garantice la estabilidad y el buen funcionamiento de los mercados.

- Estímulos fiscales, una pieza clave en la campaña de Trump, y de la que aún nada ha llegado. Podrían acelerarse o incluso ampliarse, tanto para personas físicas como para empresas.



Por todo lo anterior, mantenemos nuestra previsión de que EE. UU. no debería entrar en recesión este año.

Por la parte europea, donde el impacto en crecimiento e inflación es limitado, ya está en marcha un masivo impulso fiscal liderado por Alemania y una batería de medidas para relajar normas burocráticas, fruto de un renovado enfoque pragmático. Europa tiene la oportunidad de aprovechar un potencial renacimiento, impuesto por EE.UU., que justificaría medidas hasta ahora impopulares.

Con respecto a China, creemos que no tiene muchos incentivos para negociar. Cuenta con reservas (\$3,8T) para estimular su economía y amortiguar el golpe de los aranceles,

capacidad de reacción rápida gracias a su modelo centralizado (sin bloqueos políticos), alternativas a medio plazo para recolocar productos por acuerdos comerciales cada vez más diversificados, cierta independencia tecnológica y la posibilidad de devaluar su divisa. Además, su población no puede protestar libremente y tiene mayor tolerancia al sacrificio que la estadounidense.

Por tanto, aunque China también sufrirá en este proceso, su problema más grave y urgente no está puertas afuera —en EE. UU. y sus aranceles—, sino dentro de casa. Ahora tiene la excusa perfecta para profundizar en los estímulos que necesita para revertir su calvario: exceso de ahorro, bajo consumo interno y un sector inmobiliario atragantado.



Finalmente, y sin subestimar la situación actual, que es grave y con implicaciones potencialmente serias a largo plazo, creemos que los tres bloques aún tienen margen de maniobra para encauzarla, y tiene sentido que lo hagan. Si las posiciones se mantienen sin medidas contundentes, tanto monetarias como fiscales, habría que replantear por completo nuestra tesis y adoptar un posicionamiento conservador.

Ánimo con el trimestre.

Pelayo Gil-Turner Smith