



GRAPHENO
ADVISORS

Guerra Comercial: implicancias para el mercado y como posicionarse

Por BUDA PARTNERS para Grapheno Advisors.

El sistema económico internacional atraviesa un cambio estructural desde el regreso de Trump a la presidencia de Estados Unidos. Las idas y vueltas –en especial en torno a la política arancelaria– han incrementado la incertidumbre y complejizado la adaptación de empresas, consumidores y mercados a las nuevas reglas de juego.

Trump había delineado tres pilares durante su campaña: recortes de impuestos, desregulación y tarifas. Inicialmente el mercado se concentró en los dos primeros que son pro-mercado pero la nueva administración eligió comenzar por el frente más disruptivo: las tarifas y con una agresividad que sorprendió. A esto se suma que con el paso del tiempo, se acumula evidencia de que esta vez Trump apunta a dejar un legado y está dispuesto a aceptar dolor de corto plazo por un beneficio futuro.

Frente a todo esto, los mercados mantienen un alto pesimismo, pero apenas han corregido desde sus máximos. El próximo miércoles 2 de abril tendremos definiciones sobre tarifas. Por eso creemos oportuno este reporte donde analizamos los países y sectores que podrían ser más afectados con un enfoque de mediano y largo plazo y lo más importante: qué hacer con los portafolios en este contexto.

Estados Unidos cambia las reglas de juego

El sistema económico internacional enfrenta un giro estructural desde la llegada de Trump a la presidencia de Estados Unidos. Las idas y vueltas, especialmente en materia de tarifas, han generado confusión e incertidumbre. Y aún queda por definir la política inmigratoria, que es clave para la oferta laboral y la dinámica demográfica del país. Esta incertidumbre, sumada a la volatilidad discursiva, dificulta la adaptación de mercados, consumidores y empresas a las nuevas políticas.

Antes de asumir, Trump había definido tres ejes principales: recortes de impuestos, desregulación y tarifas (que incluso se percibían mayormente como parte de una estrategia de negociación). El foco inicial del mercado estuvo en los dos primeros que son pro-mercado y crecimiento, entonces tuvimos un rally desde las elecciones hasta febrero de este año, pero la nueva administración comenzó por tarifas y el mercado se sorprendió por la agresividad de las mismas.

Sumando a la preocupación, con el paso del tiempo, se acumula evidencia de que esta vez Trump apunta a dejar un legado, ya que no puede ser reelecto por la Constitución. Esto se traduce en un enfoque menos cíclico y más estructural: decisiones con impacto de largo plazo, priorizando ideología y una aceptación explícita del “dolor de corto plazo”. En este marco, la administración se muestra insensible a correcciones bursátiles y está dispuesta a avanzar con medidas impopulares.

El impacto de la guerra comercial y la política migratoria se traduce en menor productividad/ crecimiento y en inflación más elevada. En cambio, los beneficios de las políticas fiscales pro crecimiento — como la baja de impuestos y desregulación — no son cuantificables aún.

Pro-Crecimiento	Anti-Crecimiento
- Reforma y reducción de impuestos	- Guerra comercial
- Desregulación	- Política migratoria
- Mayor eficiencia fiscal	- Política comercial tipo “América Primero”
	- Tensiones diplomáticas internacionales

Potenciales Ganadores	Potenciales Perdedores
- Sector financiero	- Sector de salud
- Sector industrial	- Empresas multinacionales
- Sector transporte	- Sector de alimentos y agricultura
- Empresas en busca de fusiones/adquisiciones (M&A)	

Fuente: Nomura

Frente a todo esto, los mercados mantienen un alto pesimismo, pero apenas han corregido desde sus máximos en un 10% y en las últimas semanas recuperó la mitad de la caída manteniendo valuaciones cerca de picos históricos. Si bien reconocemos que la magnitud de tarifas anunciadas no va a prevalecer totalmente, creemos que el mercado está minimizando el tiempo que llevará su resolución y el impacto.

El 2 de abril tendremos definiciones sobre tarifas, el día de la liberación según palabras de Trump. En este reporte analizaremos los países y sectores más afectados y evaluar un escenario de mediano y largo plazo, su impacto económico y financiero, y lo más importante: qué hacer con los portafolios en este contexto.

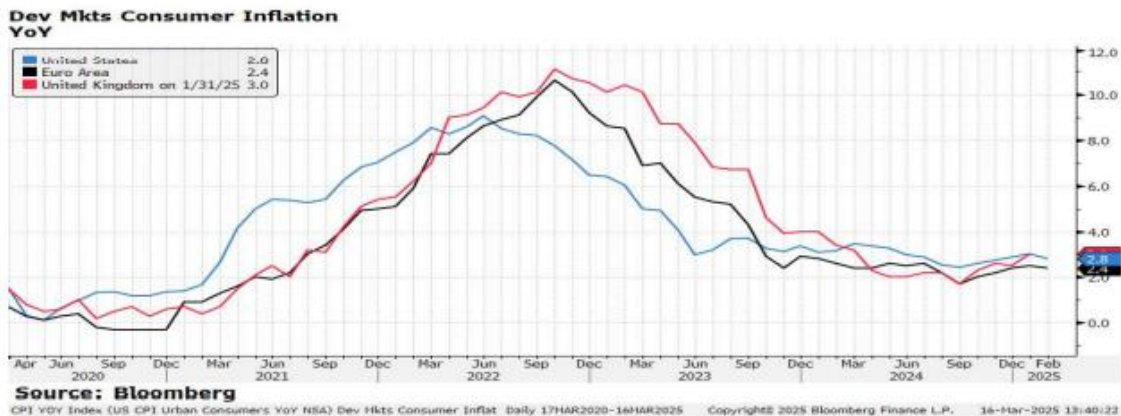
Impacto en la economía de Estados Unidos y la Reserva Federal

El orden económico liberal, iniciado con la adhesión de China a la Organización Mundial del Comercio en 2001, ha experimentado cambios desde la primera administración de Trump seguido por Biden y ahora profundizado en un segundo mandato con EEUU orientándose hacia un mercantilismo productivo. Esta transformación ha llevado a comparaciones con la década de 1930, caracterizada por políticas proteccionistas y activos financieros con valuaciones altas (aunque ahora no vemos un exceso de crédito con lo cual no lo llamaríamos una burbuja).

Existen inconsistencias en el enfoque económico del gobierno estadounidense. El vicepresidente Vance ha señalado que "si invierten en Estados Unidos, tendrán beneficios", refiriéndose a la compra de deuda estadounidense por parte de extranjeros. En la práctica puede ser contradictorio buscar aislamiento comercial y, simultáneamente, fomentar la entrada de capitales.

La confianza empresarial y del consumidor han disminuido debido a una mayor incertidumbre y señales de agotamiento en el mercado laboral. Existe el riesgo de un espiral negativo en la actividad económica. La implementación y adaptación a las nuevas reglas comerciales requerirán tiempo por ejemplo en las cadenas de suministro, lo que podría profundizar la desaceleración.

Por el otro lado, la inflación se mantiene elevada y su caída se ha estancado en las economías desarrolladas. En este contexto, la Reserva Federal y otros Bancos Centrales enfrentan el dilema de si deben reaccionar a un crecimiento más débil. Los aranceles pueden tener un efecto inflacionario transitorio, como señaló recientemente el presidente de la Fed, Jerome Powell, pero una economía más cerrada tiende a ser menos productiva y proclive a shocks inflacionarios.



Reacción en el resto del mundo

Mientras que Japón no parecería ser una economía muy afectada por cambios comerciales (exportaciones representan menos del 20% del PBI) y ha entrado en una dinámica propia de crecimiento de salarios y por ende consumo doméstico, el problema es que la bolsa nipona tiene alta participación de empresas exportadoras (alrededor de 60% del índice).

Por otro lado, Europa tiene una tarea enorme por delante para compensar el proteccionismo de Estados Unidos en un contexto de desafíos persistentes como el problema demográfico, la falta de productividad y exceso de regulaciones. Pero es verdad que las políticas de Trump presentan para la Eurozona una gran oportunidad para avanzar en su proyecto de integración como lo demuestra su postura unida frente a ayuda a Ucrania. Incluso considerando la posibilidad de reincorporar al Reino Unido a través de un presupuesto de defensa conjunto.

En concreto, Alemania que tiene más capacidad de maniobra fiscal, aprobó un fondo de infraestructura de 500 mil millones de euros y permitiendo gastos en defensa fuera del presupuesto tradicional. Se anticipa que el gasto militar europeo aumente del 2% al 3% del PBI. Sin embargo, el multiplicador fiscal de este tipo de gasto es relativamente bajo (0.5–0.6), y una parte de estos fondos podría beneficiarse a Estados Unidos debido a la dependencia tecnológica. Países como Francia enfrentan mayores restricciones presupuestarias, y los beneficios de una política fiscal expansiva podrían verse contrarrestados por tasas de interés más altas.

Sin duda una de las consecuencias más palpables de la guerra comercial ha sido el cambio de percepción en las expectativas económicas: mejor para Europa y peor

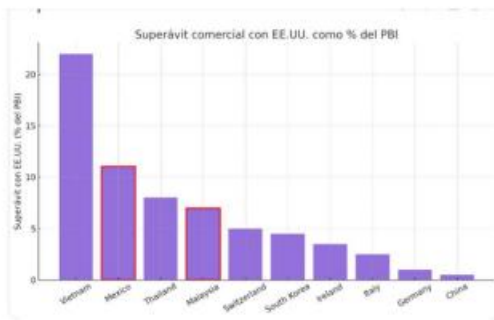
para EEUU. Así el euro se apreció casi un 6% mientras que el dólar se depreció en una magnitud similar vs una canasta de monedas (DXY). Las teorías conspirativas dicen que esto es lo que Trump buscaba como así también la debilidad económica es un incentivo para que la Fed baje tasas este año.

China, por su parte, enfrenta limitaciones en sus herramientas de respuesta debido a desafíos internos propios como una demografía desfavorable, deflación, consumo estancado, ahorro precautorio elevado y un sector inmobiliario aún no saneado. La limitante es una deuda total que supera el 300% del PBI e ineficacia de los estímulos monetarios. El gobierno evita devaluar su moneda por temor a una fuga de capitales y a aumentar las tensiones con Estados Unidos. Aunque la política fiscal se orienta correctamente hacia la inversión en tecnología no resuelve completamente la problemática descripta. Y este es un país donde hay pocas probabilidades de negociación con Estados Unidos.

En este contexto, potencias regionales no alineadas a ninguno de los tres bloques (EEUU, Europa y China), como Brasil o India, podrían adoptar una postura más pragmática y flexible en sus relaciones internacionales. Lo mismo países más pequeños como Uruguay, Argentina y Chile con acuerdos bilaterales.

Más detalles sobre tarifas y posibles ganadores y perdedores

El rediseño arancelario es una tarea monumental, que llevará meses de negociaciones bilaterales, amenazas de represalias y su implementación técnica puede tardar hasta 18 meses según los expertos. De los bloques relevantes, la más complicada es la Eurozona por su apertura como se ve en el gráfico de la izquierda, mientras que en el caso de Latinoamérica podría redireccionar sus exportaciones ya que son principalmente materias primas siendo México la excepción, pero tanto en México como en Canadá se esperan tarifas puntuales y no masivas con mayor capacidad de negociación.



Conclusiones

Creemos que el cambio de paradigma económico recién comienza y tendrá consecuencias duraderas, tanto en las cadenas de suministro como en los flujos financieros. Debemos ser conscientes de este nuevo entorno, pero al mismo tiempo tener presente que estos cambios tomarán tiempo.

- La incertidumbre llegó para quedarse, no solo por la naturaleza volátil del presidente de EE.UU., sino también porque estamos en un terreno desconocido en historia reciente de proteccionismo y nacionalismo.
- Aumentan los riesgos de una desaceleración económica en Estados Unidos (no necesariamente recesión), con una capacidad de compensación limitada por parte del resto del mundo.
- Y quedan interrogantes: ¿Cómo evaluar el impacto de los aranceles sobre la inflación? ¿Cómo reaccionarán los bancos centrales?
- En concreto hay que medir el impacto de los aranceles: caso por caso, producto por producto. Pero ya conocemos a los candidatos más afectados: Europa, China y México. Sectores: automotriz, acero y metales industriales.

Cómo posicionarse?

El cambio de régimen global apenas comienza y el mercado no está seriamente preocupado. Creemos que es riesgoso pensar que lo que está pasando es solo un "ruido de fondo". En esta primera instancia las tarifas y menor crecimiento son malas noticias y al mismo tiempo los bancos centrales y gobiernos operan con menor margen de maniobra.

Mas adelante, con más claridad y adaptación y sumando medidas de desregulación y menos impuestos podemos ser más constructivos.

Pareceríamos estar en esos momentos en que 'it will get worse before it gets better'.

En este contexto, se requiere estar atentos a sensibilidad de aranceles y shocks de productividad. Y aunque suene un cliché estar diversificado y ser selectivo es más importante que nunca. En la renta fija seguimos cautos en duration y con poca exposición a high yield mientras que encontramos deuda emergente más resiliente.

En renta variable priorizar sectores con pricing power, baja elasticidad de demanda o relevancia estratégica. Ante imposición de tarifas hay que evaluar quien asumirá el costo caso por caso: el exportador? El consumidor? O la empresa norteamericana con el impacto en márgenes? En Estados Unidos preferimos small cap con más participación de ventas domésticas y posible sustitución de importaciones y sectores como infraestructura, financiero y energía. En países emergentes recomendamos exposición en India y Brasil. Las posiciones en Europa y China no son tan claras más aun cuando se toma en cuenta que han sido de los mejores mercados este año.

Lo que nos resulta claro es que los activos alternativos cobran más relevancia que nunca y seguimos favoreciendo materias primas, macro hedge funds y deuda privada. Si bien nos gusta el private equity sobre todo de secundarios al ser más conservador, como en la renta variable, hay que ser muy selectivos por el posible impacto de los cambios estructurales que estamos viendo.