

Gabriela Santos,
JPMorgan

"Está quedando muy claro que los aranceles son la herramienta principal de EEUU para cumplir muchos otros objetivos"



POR BENJAMÍN PESCIO

"S"ell America" es el eslogan que ha colmado los titulares este año en los mercados financieros, con masivas recomendaciones de diversificación fuera de Estados Unidos, en medio de las erráticas declaraciones del Presidente Donald Trump respecto de la guerra comercial y su relación con China.

Finalmente los inversionistas se dieron cuenta de las ventajas de no colocar los huevos en una sola canasta. Así es como lo ve Gabriela Santos, managing director y estrategia jefa de mercados para las Américas en JPMorgan, mientras la Casa Blanca sigue enfrascada en un vaivén de comentarios que los precios reciben con alta volatilidad.

La fuga desde EEUU ha beneficiado mucho más a otros mercados desarrollados que a los de América Latina. De acuerdo con Santos, la actual mirada sobre la región no da para calificarse como positiva, pero sí como menos mala que antes, y esto le ha dado una cierta resiliencia

Para la estrategia jefa para las Américas de JPMorgan las presiones del mercado, en particular el bono soberano a 10 años, son clave para desestimar que se concrete el peor escenario posible en la guerra comercial.

a sus activos, pero no más que eso. Si la región busca sobresalir, la ejecutiva sostuvo que hace falta una batería de reformas económicas que mejoren la productividad y amplíen el tamaño de sus mercados.

—Estamos en una situación de pausa en la aplicación de los aranceles recíprocos de la administración Trump. ¿Qué significan estos 90 días de prórroga? ¿Cuál es el escenario base de JPMorgan

respecto del sentido en el que se orientaría la política comercial de la Casa Blanca?

—Esta idea de pensar en escenarios es muy importante ahora, ya que hay tanta incertidumbre sobre política económica y su impacto en datos económicos y ganancias de las compañías. El peor escenario sería, después de estos 90 días de pausa, tener un aumento otra vez de las tarifas en grandes socios comerciales, a 20% o hasta 40% en algunos países. En general, causaría mucha más una disrupción en el comercio extranjero, así como un impacto negativo en el crecimiento económico real y en la inflación. Nuestro caso base es que habrá algunos acuerdos comerciales con grandes socios como Japón, Europa, India, Reino Unido, y que entonces la tasa mínima de aranceles será de 10%.

—¿El caso base de JPMorgan no incluye un acuerdo con China?

—El caso base es de tarifas mayores, específicamente para China, pero una moderación de los niveles a donde estamos ahora, de 145%

—ya no hace mucha diferencia—, más una moderación posiblemente a niveles que el Presidente Trump había indicado en la campaña, que eran niveles muy elevados, pero menos de donde estamos. Sería más cerca de 40% y 60% de tarifas en China, y con exenciones de algunos productos, especialmente en bienes finales al consumidor. También habría tarifas más elevadas en algunos sectores, dada la consideración de seguridad nacional. Ahí hablamos de semiconductores, autos y productos farmacéuticos, pero no autopartes o electrónicos, donde sería mucho más disruptivo.

Además de las declaraciones del gobierno estadounidense de esta semana, los mercados desean ver señales tangibles de que las negociaciones comerciales realmente se están llevando a cabo entre ambos países para tener una visión clara de cuándo se producirán estas reducciones arancelarias. Esto incluiría la confirmación de una llamada entre el presidente Trump y el presidente Xi Jinping, y la fecha de una reunión

con negociadores comerciales de ambas partes.

—¿Podría plantearse que la administración Trump seguirá los incentivos económicos que no puede dejar de lado? ¿Ustedes lo consideran así al momento de planificar su estrategia?

—Sí, creo que el peor caso es un escenario mucho más difícil de incorporar en la economía, y que generaría aún más volatilidad en los mercados. Entonces por consideraciones económicas y de estabilidad financiera, no vamos a regresar al peor caso, pero el mejor caso que el mercado estaba esperando, de acuerdos comerciales y tarifas a cero para todo el mundo, no lo vemos como muy probable. Sería bueno olvidar todo eso. Y la razón es que está quedando muy claro que los aranceles son la herramienta principal del Gobierno para cumplir muchos otros objetivos, como toda esta reorientación de la economía hacia el lado interno, sector manufacturero y también usando los aranceles como fuente de financiamiento.

Atención a los treasuries

—¿Ustedes consideran que las alzas que han tenido los rendimientos del Tesoro a más largo plazo podrían estar forzando a que ocurra un escenario como el de su caso base?

—Creemos que si hay un indicador del mercado al que esta administración está prestando atención, y ayuda a calibrar los escenarios, es la tasa a 10 años de los *treasuries*. Entonces, olvidando la primera administración, donde el foco era mucho más sobre el mercado de acciones y corrección en el mercado de *treasuries*. Pero lo que no están preparados para tolerar son niveles de la tasa a 10 años mucho más elevados. Específicamente, no lo que estábamos viendo la semana anterior, donde nos pareció que por muchos factores técnicos hubo una volatilidad anormal. Entonces este es el indicador para ayudarnos aquí a navegar los escenarios de tarifas, y después también los escenarios de política fiscal, que es otro tema

que no está ganando tanta atención, pero que la merece.

—Se ha planteado que el alza de los rendimientos está asociada con la disyuntiva de la Reserva Federal sobre cómo hacerse cargo de efectos al alza sobre la inflación y a la baja sobre el crecimiento. ¿Es el peligro de estancamiento la razón principal de esta tendencia que hemos visto en los *treasuries*?

—Vemos que no, y eso podemos analizarlo separando el movimiento en las tasas largas entre inflación, *breakevens* y tasas reales. Y lo interesante ha sido ver que los *breakevens* no han aumentado. Eso en nuestra opinión no es un mercado que está viendo las tarifas como teniendo un impacto permanente en la inflación, ni esperando grandes cambios en la política monetaria que podrían causar problemas después en expectativas de inflación.

Entonces vemos mucho más esta alza desde abril como reflejando un aumento en la tasa real probablemente generada por toda esta incertidumbre sobre política económica y política fiscal. Creemos

que también algunos de los movimientos que estábamos viendo la semana anterior fueron mucho más causados por factores técnicos que fundamentales.

—¿Se puede clasificar dentro de esto el desarme del *basis trade* por parte de los fondos de cobertura (*hedge funds*)?

—Exactamente, y creo que en general en los mercados de este año no sólo consideran el cambio de fundamentos, sino el cambio de fundamentos versus las posiciones que muchos inversionistas tenían antes. Había mucho posicionamiento de *hedge funds*, de *long only managers* esperando una caída de los rendimientos que ahí empezó a cambiar, y tuvimos un desarme de posiciones apalancadas en *treasuries*. Entonces hay un poco de factores técnicos de rebalanceo.

—Y algo que se ha comentado mucho también, ¿qué tan razonable es plantear que China está influyendo en la tasa al vender sus tenencias de bonos del Tesoro?

—Los datos que tenemos de flujos no están mostrando el impacto de

extranjeros como una fuerza de ventas de *treasuries* en el mercado. En general es difícil de saber al 100%, pero mirando por ejemplo indicadores del *treasury* o mirando el comportamiento de nuestros clientes que vemos en el banco, no estamos viendo grandes ventas de extranjeros, incluyendo China. Pero lo que ya estamos viendo desde 2022 es que China gradualmente ha reducido sus tenencias de *treasuries*, y eso lo vemos como una fuerza de largo plazo, pero mucho más en el margen.

Antes de la guerra en Ucrania, China era el mayor comprador extranjero de *treasuries*, tenía US\$ 1 billón (millón de millones). Ahora ya es el segundo mayor, con sólo US\$ 800 mil millones. Aparte de un movimiento pasivo de *mark to market* por parte de un rebalanceo gradual de *treasuries* para comprar especialmente oro, que es lo que esperamos seguir viendo en China.

—Y ustedes en JP Morgan, ¿se hacen parte de esta tendencia Sell America? ¿En qué medida están buscando monedas duras fuera

del dólar, y vendiendo acciones estadounidenses o *treasuries* para buscar otras alternativas en esta coyuntura?

—Yo lo vería menos como Sell America y más como: finalmente hay un beneficio en la diversificación internacional, partiendo del punto de los retornos absolutamente extraordinarios de EEUU en los últimos años, con valoraciones absolutamente excepcionales para renta variable, el crédito y la moneda. Entonces, es menos que nuestra perspectiva de mediano plazo ha cambiado sobre EEUU y más que finalmente hay una razón de tener una alocaión más normal con relación a otros mercados. Y vemos oportunidades finalmente de tener diversificación internacional en acciones y bonos y en acciones sin hacer una cobertura. Tener la exposición a otras monedas, especialmente en países desarrollados, a donde podemos seguir viendo esa tendencia de apreciación en el euro, el yen japonés y el franco suizo para ayudar a diversificar el portfolio. 