



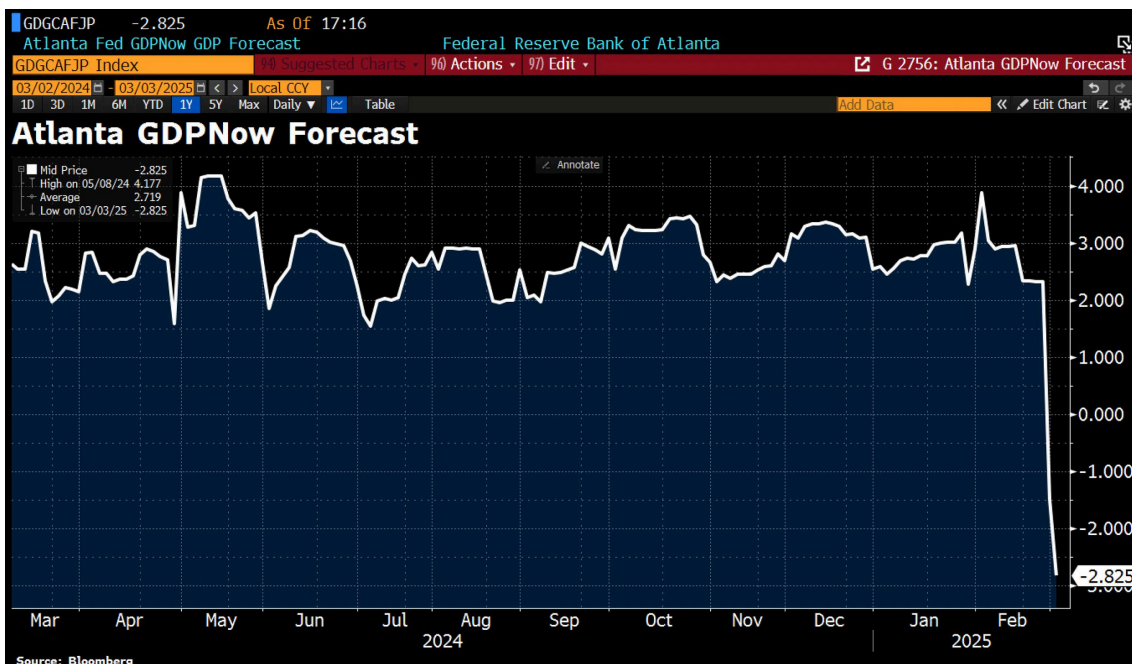
JCD

MARZO 2025

Trump, la deuda y el dólar

En menos de dos meses la Casa Blanca ha puesto en cuestión todo el orden mundial que se creó en Bretton Woods en 1945. **La amenaza de guerra comercial y el despido masivo de empleados públicos e inmigrantes ha provocado cambios en las expectativas de los estadounidenses** que están cambiando sus decisiones y ya tienen efectos concretos.

Las empresas han aumentado sus importaciones para ahorrarse el pago del arancel lo máximo posible y eso tiene un efecto negativo sobre el PIB a corto plazo, aunque luego se normalizará en los próximos dos trimestres seguramente. Y una parte significativa de los consumidores han empeorado sus expectativas de renta permanente y han reducido su gasto para ahorrar por precaución.



Estas dos causas ayudan a explicar el desplome del índice la Fed de Atlanta que anticipa el PIB del 1tr25, como se observa en el gráfico anterior. El índice ha pasado de dar un crecimiento del PIB próximo al 3% antes de que Trump llegase a la Casa Blanca a anticipar un desplome del PIB del 3%.

Los inversores han empezado a descontar una recesión en EEUU, la bolsa ha caído un 10% en pocas semanas, el dólar se ha depreciado con fuerza, las primas de riesgo de bonos basura han aumentado 50 pb y la deuda pública actúa como refugio y sus rentabilidades han bajado con fuerza, especialmente a largo plazo.

Trump hereda una economía altamente endeudada con un déficit público insostenible próximo al 6,5% del PIB y, según el CBO en su informe presentado en el Congreso el 17 de enero pasado, **si el Gobierno no toma medidas adicionales el déficit seguirá próximo al 6% en 2035.**

Trump quiere consolidar la bajada de impuestos que hizo en 2017 como permanente, lo cual no permitiría reducir el déficit, y el anuncio de recorte de empleados públicos que

ha encargado a Elon Musk de momento ha sido desautorizado por un juzgado que lo considera ilegal y ya ha tenido el rechazo de varios ministros, principalmente de Marcos Rubio, líder de la comunidad hispana que fue clave en la victoria de Trump.

Los riesgos de una crisis del dólar que advertimos en el informe del mes anterior ya se empiezan a materializar

El tipo de cambio teórico de equilibrio entre el euro y el dólar estaría próximo a 1,25. Por lo tanto, por debajo de ese nivel el dólar está sobrevalorado y ayuda a la Fed en su estrategia de contener la inflación.

El dólar en la primera semana de marzo ha registrado una intensa depreciación pasando del 1,03 al 1,0. Si sigue esa tendencia, aumentaría aún más las expectativas de inflación de los inversores y eso debería verse reflejado en los tipos de interés de largo plazo, algo que de momento no está pasando.



En Europa la llegada de Trump a la Casa Blanca también está provocando profundos cambios

La Comisión Europea ha cambiado radicalmente su relato en la transición climática y ha anunciado que da más plazo al sector del automóvil para pagar sanciones por producir coches de combustión, ha apoyado el mantenimiento de las centrales nucleares, ha recomendado a los estados reducir los impuestos a la producción y el consumo de electricidad para acelerar el proceso de electrificación y **reducir nuestra dependencia del gas que le compramos principalmente a Rusia y a EEUU.**



El BCE ha vuelto a bajar tipos al 2,5% en su reunión de marzo pero ha dejado ver que pasa a modo *esperar y ver* y el Euribor a un año, que refleja las expectativas de tipos oficiales, ha vuelto a subir hasta el 2,5%, lo cual implica que los inversores han dejado de anticipar más bajadas de tipos.

Europa está reaccionando a la guerra comercial de Trump amenazando también con aranceles y a eso hay que sumar los que ya ha puesto a China y que seguramente aumentarán este año.

Adicionalmente, las elecciones alemanas confirmaron la crisis social y política generada por la crisis industrial y ahora es un país con más fragmentación en el parlamento y mayores problemas de ingobernabilidad. Se repite la Gran Coalición de la CDU con el SPD y ya han anunciado un plan de estímulo de 1,3 billones de euros, cuatro veces la inversión en Alemania del *Next Gen* y además con un multiplicador sobre el PIB y el empleo el triple de intenso.



Los inversores, a diferencia de EEUU, anticipan más crecimiento y más inflación y las rentabilidades de los bonos europeos a largo plazo han repuntado. El bono alemán a 10 años ha repuntado 40 pb hasta el 2,8% desde que se anunció el plan. Siguen siendo tipos bajos y próximos al tipo oficial por lo que de momento no son preocupantes pero el movimiento ha sido muy brusco y todo apunta que puede continuar.

En el gráfico anterior se observa que la subida ha sido de la misma intensidad en el bono italiano a 10 años. Italia es un país con un crecimiento potencial inferior al 1% y con estos tipos al 4% necesitaría tener un superávit primario, excluyendo el pago de intereses de la deuda, de al menos el 2-3%. Eso exigiría un fuerte ajuste fiscal para que su elevada deuda pública, del 137% del PIB, disminuya como exigen las reglas fiscales europeas y en 2024 y 2025 se espera que estén próximos al equilibrio. A esto hay que sumar el compromiso de aumentar el gasto militar por lo que, salvo medidas de ajuste del gobierno de Meloni, la deuda pública aumentará o aumentará mucho si la prima de riesgo vuelve a repuntar como sucedió en 2010.

El bono español también ha repuntado 40 pb pero la prima de riesgo se ha mantenido estable y en niveles de 65 pb, muy lejos de los 200 pb que se considera el umbral de riesgo

España tiene también un crecimiento potencial bajo pero un punto superior al de Italia y menor deuda pública y prima de riesgo por lo que necesitaría un superávit primario 1,5-2% del PIB para que su deuda pública bajase y cumplir las reglas fiscales europeas, pero en 2024 mantuvo un déficit y el ajuste tendría que ser similar al de Italia.

España es el país de la Eurozona que menos gasta en defensa y el que más esfuerzo tendrá que hacer, el Gobierno está en minoría en el parlamento y ha prorrogado los presupuestos por segundo año consecutivo y la probabilidad de conseguir apoyos parlamentarios en el caso que quisiera o fuera necesario un ajuste fiscal, como les sucedió a ZP en 2010 y a Rajoy en 2012, sería muy baja.

España es muy vulnerable al contagio de cualquier episodio de inestabilidad financiera. Llevamos desde 2015 aumentando el déficit estructural, sin reducir la deuda pública y sin mandar ninguna señal de estabilidad presupuestaria a los inversores internacionales.

Al contrario, las señales desde la pandemia son de inestabilidad presupuestaria, aumentando el gasto público estructural, especialmente en pensiones, y sigue dando señales preocupantes a los inversores.

La última, la condonación de la deuda autonómica acordada con los independentistas catalanes. Primero es falso que sea una condonación de deuda, los españoles tenemos la misma deuda pero ahora en vez de anotarla en las CCAA, la asume la administración central. Eso reduce el pago de intereses de CCAA y les libera gasto para aumentar en otras partidas y la administración central tendrá que pagar esos intereses que son crecientes. ¿Resultado? Aumentará el gasto y la deuda pública. Y la señal que mandas a los inversores es nefasta ya que se premia al que más gasta y más se endeuda (tienen incentivos a volverlo a hacer en el futuro).

Los riesgos son altos y crecientes. Si vemos el bono a 10 años en EEUU próximo al 6%, el bono italiano próximo al 5% y la prima de riesgo española por encima de 200 pb de nuevo, habrá que empezar a preocuparse en serio de que se pueda repetir otra crisis de deuda global o del euro como la de 2008 y la de 2010. **Hoy la deuda global y las deudas públicas en EEUU y en España e Italia son mayores que entonces.**