



JCD

ABRIL 2025

Trumpflación

El cambio brusco de la política económica de Trump empieza a tener efectos evidentes en la economía de EEUU y no los deseados. En el gráfico se observa la evolución del indicador adelantado de PIB que publica la Fed de Atlanta: ha pasado a estimar un crecimiento del 3%a finales de enero, antes de que Trump tomase posesión al -3% en pocas semanas de Trump en la Casa Blanca.



La mayor parte de la caída se explica porque las empresas han anticipado importaciones para ahorrarse el pago de los aranceles. Estas compras irán a inventarios, se consumirá en los próximos meses y su impacto en PIB en 2025 será neutral. **Más preocupante es el deterioro de las expectativas de consumo que han provocado las medidas de Trump** como se puede observar en el desplome de las expectativas del indicador que publica la Universidad de Michigan del gráfico anterior.

Igual de preocupante es el brusco aumento de las expectativas de inflación en la encuesta a los consumidores que realiza la Universidad de Michigan, que han subido un punto porcentual hasta el 4% desde diciembre.

Los inversores compran deuda pública para protegerse de la inflación y si también temen más inflación, exigirán tipos más altos tanto de la deuda pública como la de la Fed. Los bonos indexados a la inflación han doblado su expectativa del 1,5% el pasado verano al 3% tras la llegada de Trump a la Casa Blanca.

Pero lo más peligroso son las ideas, como nos enseñó John Maynard Keynes. Donald Trump ha nombrado a Stephen Miran presidente de su consejo de asesores en la Casa Blanca y ha escrito en sus informes de la empresa de inversiones en la que trabajaba su plan.

En esos escritos defiende que el arancel del 25% es óptimo y no tiene costes para los consumidores estadounidenses. Usan la evidencia del arancel a China en 2017, como el Gobierno chino permitió devaluar el yuan un 25% contra el dólar, los consumidores americanos no tuvieron mayor inflación ni pérdida de poder adquisitivo y el coste del arancel lo asumieron íntegramente las empresas chinas y afectó negativamente al empleo y los salarios de sus trabajadores.

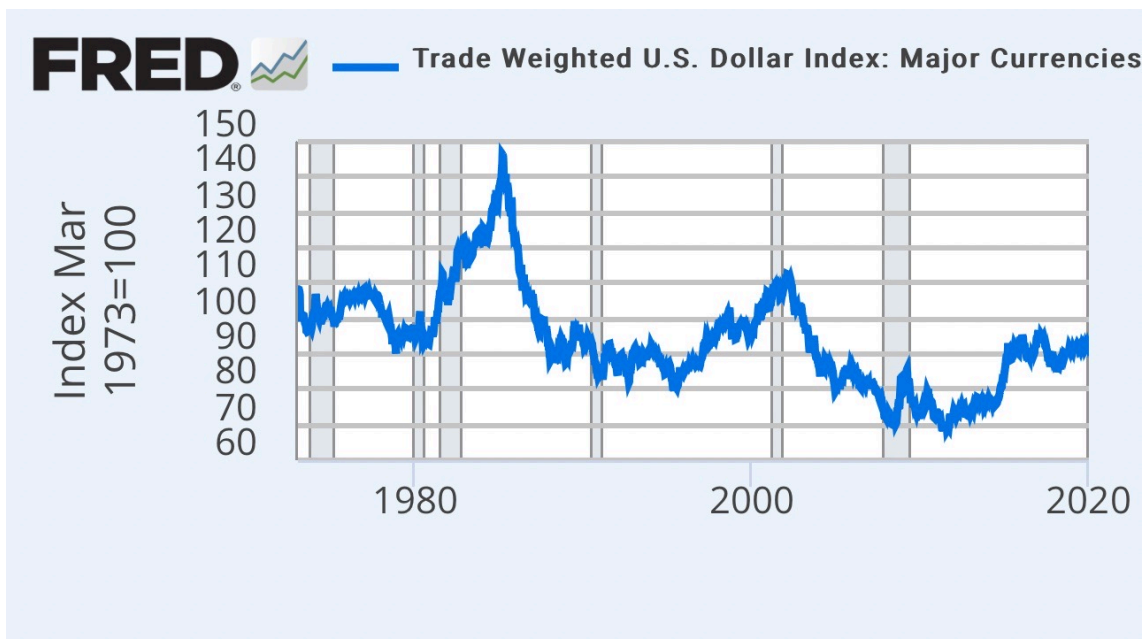
En esta ocasión además de poner aranceles, Trump quiere debilitar el dólar, pero recuperar competitividad en su industria y favorecer el empleo y los salarios de los trabajadores que le han votado en los estados industriales, claves en su victoria el pasado año.

Su obsesión es poner un presidente de la Fed que se pliegue a sus deseos de bajar los tipos de interés y depreciar el dólar, lo cual provocaría más inflación e inestabilidad financiera.

Pero además, su asesor económico propone reeditar los acuerdos del Plaza de 1985 y forzar a los competidores de EEUU a apreciar sus divisas contra el dólar.

En 1985 los ministros de economía del G5 acordaron apreciar sus divisas contra el dólar para reducir la presión de aranceles y cuotas a la importación que había impuesto la administración Reagan, supuestamente liberal.

En el gráfico posterior se puede observar que el dólar estaba en sus niveles máximos de apreciación desde 1945 cuando se instauró el sistema de tipos de cambio fijos de *Bretton Woods*. Tras la segunda crisis del petróleo en 1979, la Fed decidió subir con fuerza los tipos hasta niveles próximos al 20% y apreció significativamente al dólar.



Ahora el dólar está por debajo de sus niveles fijados en *Bretton Woods* y la situación actual nada tiene que ver con la de 1985. Ahora con pleno empleo, una devaluación del dólar provocaría más inflación y empobrecería a los consumidores estadounidenses y podría provocar una crisis financiera global.

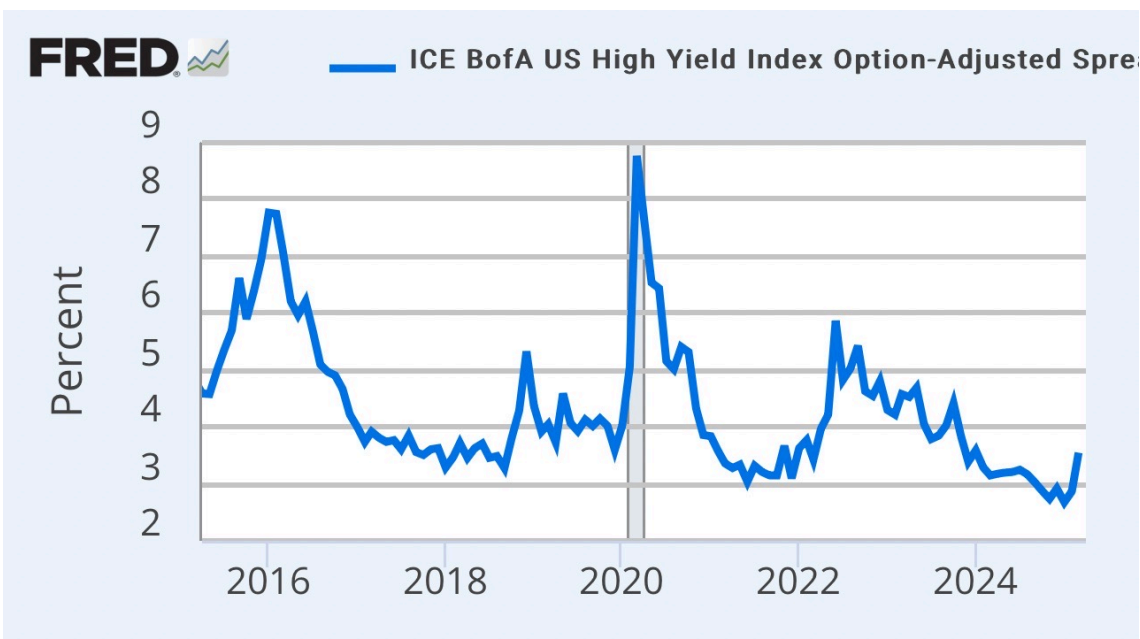
Paradójicamente, muchos estadounidenses votaron a Trump por el descontento de la elevada inflación durante el mandato de Biden, y **Trump va a provocarles más inflación aún.**



Los inversores que invierten en bonos también han aumentado ya sus expectativas de inflación y le exigen a los bonos de deuda pública estadounidense más del 3% de inflación esperada, el doble que el verano del pasado año.

La bolsa americana está en su segundo nivel máximo de sobrevaloración desde 1870, sólo superada por la burbuja tecnológica en 2001. Ahora también hay una burbuja tecnológica y las valoraciones han empezado a ajustar, como se observa en el gráfico anterior, pero el resto de acciones -quitando las siete grandes tecnológicas- apenas han caído.

Si los inversores se asustan la bolsa americana puede caer un 30-50%. 50% fue lo que cayó la bolsa de EEUU en 2008 tras la quiebra de Lehman Brothers por lo que se tendrían que asustar mucho de nuevo.



Las primas de riesgo corporativas de bonos sin grado de inversión también han empezado a aumentar con Trump hasta 350 pb, como se observa en el gráfico anterior, pero siguen por debajo de sus niveles de hace un año y muy lejos de los 900 pb que alcanzaron durante la pandemia y los 2.000 pb tras la quiebra de *Lehman Brothers*.

Por lo tanto, la incertidumbre provocada por Trump puede seguir provocando mayores primas de riesgos y caídas en el valor de los activos.



Deuda Pública Española

La deuda pública española de momento no se está viendo afectada por la llegada de Trump. En el gráfico anterior se observa que la rentabilidad del bono a 10 años de deuda pública ha bajado ligeramente en el mes de marzo, se mantiene en niveles próximos a los de marzo de 2024 y la prima de riesgo con Alemania se ha mantenido estable desde que Trump llegó a las elecciones y comenzó con sus amenazas de aranceles.

La bolsa española, igual que el resto de bolsas europeas, se ha visto beneficiada por Trump, que ha provocado que la bolsa europea haya tenido el mejor comportamiento relativo con la bolsa americana de los últimos 25 años, cómo se observa en el gráfico posterior.

European Stocks Are Beating the US by a Record

The Stoxx 600's quarterly outperformance is the biggest in dollar terms

■ Spread between Stoxx 600 and S&P 500 performance in dollars



Source: Bloomberg

Note: 1Q 2025 is as of March 28

Bloomberg

España exporta 13 veces más a sus socios europeos que a EEUU y el impacto directo de los aranceles sobre el PIB y el empleo será muy limitado.

No obstante, en sectores concretos -y por el efecto indirecto- el impacto será mayor. Por ejemplo, Trump ha amenazado con imponer un 25% de arancel a la importación de coches europeos y afecta principalmente a Alemania pero España exporta buena parte de los componentes de esos coches e indirectamente se verían afectados.

CUADRO 11. IMPACTO DE LAS REFORMAS SOBRE LA RENTABILIDAD DEL SISTEMA. ESPERANZA DE VIDA CRECIENTE. VALOR ANTES Y DESPUÉS DE LA REFORMA Y DIFERENCIA EN LA TIR DEBIDA A CADA MEDIDA

	TIR		
	2023	2050	2070
Antes de la reforma 2021-2023	5,2%	5,0%	4,9%
Revalorización pensiones con el IPC (Eliminación IRP)	0,51%	0,48%	0,50%
Eliminación factor de sostenibilidad	0,00%	0,37%	0,57%
Jubilación anticipada	0,02%	0,00%	0,00%
Incentivos a jubilación demorada (%)	0,00%	0,02%	0,01%
Incentivos a jubilación demorada (pago único)	-0,03%	-0,01%	-0,01%
Computo años cálculo pensión de entrada	0,00%	0,00%	0,00%
Evolución pensión máxima diferente a Bases Máximas de Cotización	0,00%	0,01%	0,01%
Mecanismo de Equidad Intergeneracional	-0,10%	-0,20%	-0,19%
Cuota de solidaridad	0,00%	-0,01%	-0,01%
Después de la reforma 2021-2023	5,6%	5,5%	5,6%

Fuente: Seguridad Social y AIReF

La mayor amenaza de Trump para España es que la inestabilidad contagie nuestra deuda pública y el principal problema es la financiación del déficit del sistema de pensiones que en 2024 superó los 50.000 millones.

La Airef acaba de evaluar la reforma de las pensiones de hace tres años y España aprueba al límite, al mejorar ligeramente las perspectivas demográficas por la mayor llegada de inmigración.

Pero en el gráfico anterior se observa que la rentabilidad de la pensión de un español ha pasado del 5,2% antes de la reforma, al 5,4% actual. O sea, la reforma lejos de reducir las necesidades de financiación del sistema, las ha aumentado.

La rentabilidad de un sistema de reparto para estar en equilibrio debería estar cercana al crecimiento del PIB nominal, y el potencial, según el propio Gobierno, está próximo al 3,5%.

España debería mandar señales para reducir ese déficit y la elevada deuda pública antes de que los inversores se asusten o hay riesgo de que haya que aplicar recortes como hicieron ZP en 2010 y Rajoy en 2012, pero ya nos hemos olvidado de aquella crisis.