

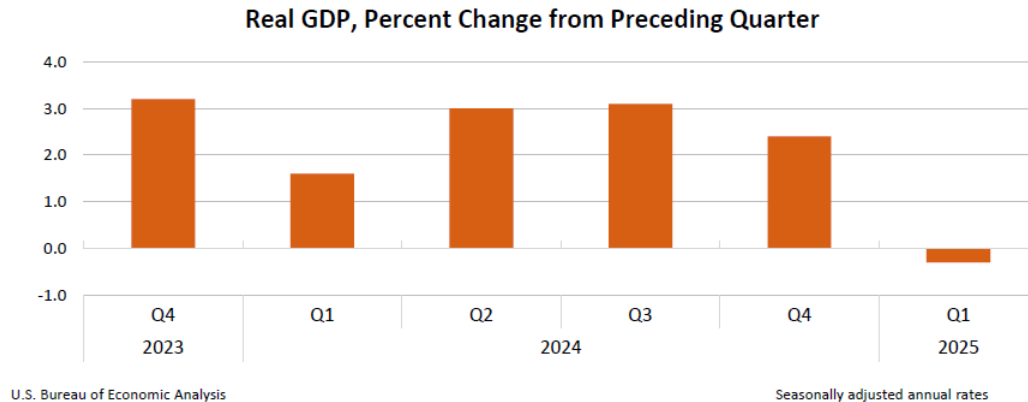


JCD

MAYO 2025

100 días de Trump en la Casa Blanca

Donald Trump ya estuvo cuatro años en la Casa Blanca y en su nuevo mandato a querido aplicar su programa electoral rápidamente y los efectos han sido igual de rápidos.



En el gráfico anterior se observa que la economía crecía por encima del 2% en 2024 y en el 1tr25 se ha frenado en seco y la causa son las políticas de Trump.

La principal ha sido su política proteccionista que ha provocado un fuerte efecto anticipación de importaciones. Las importaciones tuvieron una contribución negativa en el PIB del pasado trimestre de 5 pp y los inventarios aportaron sólo 2 pp. Por lo tanto, sólo este efecto explica el frenazo del PIB.

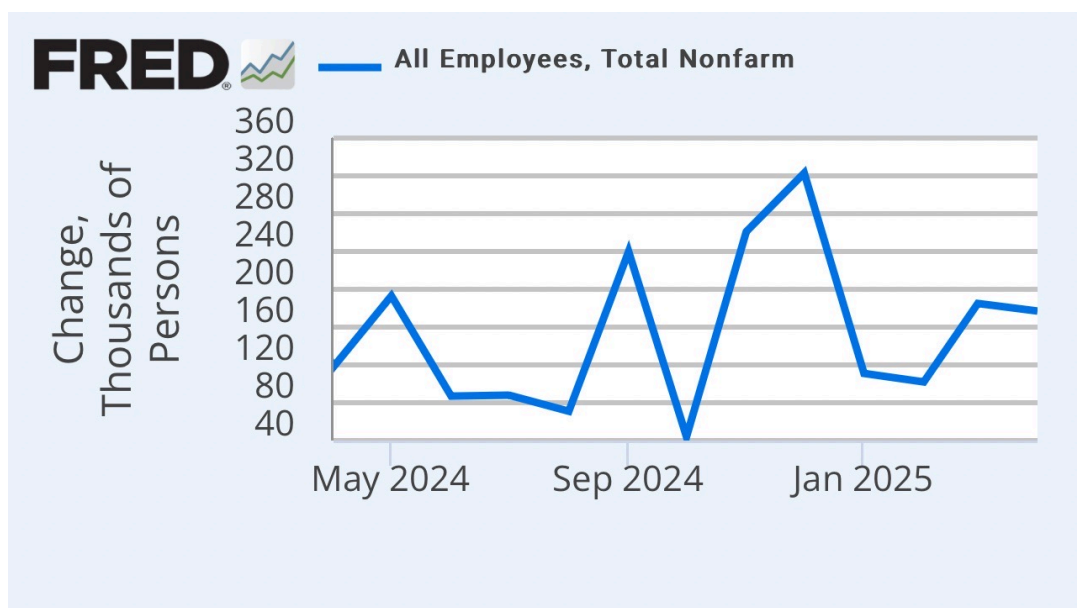
El resto de partidas tuvieron efectos contradictorios y muy difíciles de anticipar lo que puede suceder en el 2tr25. Las ventas de las empresas cayeron pero aún así la inversión en equipo aumentó un 22% anualizado.

En el 4tr24 la inversión cayó el 9% y está mostrando elevada volatilidad lo cual dificulta proyectar qué puede suceder en los próximos trimestres.

La inversión total supone menos del 20% del PIB pero explica dos tercios del ciclo y es la que suele determinar si la economía entra en recesión, ya que si cae también provoca una caída del empleo y del consumo privado.

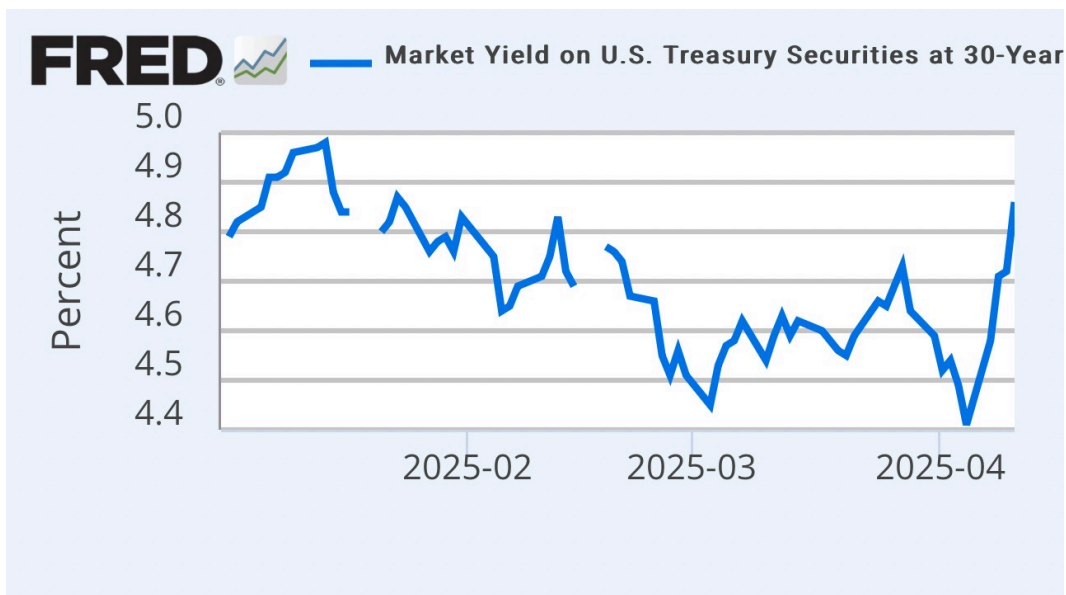
Las familias, sin embargo, registraron una caída del consumo de bienes duraderos, principalmente coches, que es el indicador adelantado de recesión.

La inversión en vivienda fue positiva pero tan sólo creció el 1%, muy por debajo de la de 2024. Ambos indicadores anticipan empeoramiento de las expectativas, como mostraba la encuesta de confianza de la Universidad de Michigan, y mayor riesgo de recesión en los próximos trimestres.



No obstante, **el empleo sigue creciendo con la misma intensidad, como se observa en el gráfico anterior y este es el principal indicador que el NBER usa para determinar el ciclo y, por lo tanto, la economía sigue en fase expansiva y no ha entrado en recesión, aunque el PIB haya caído.**

Este es el indicador clave que hay que seguir en los próximos meses.



Más arriesgado es, como llevamos meses advirtiendo, su decisión de intervenir la Reserva Federal y devaluar el dólar

En el gráfico anterior se observa el fuerte repunte de las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo en el mes de abril.

Con la economía al borde de la recesión, la subida de las rentabilidades reflejan peores expectativas de inflación de los inversores y mayor percepción de riesgo. **La propia Fed ha dicho que los aranceles aumentarán la inflación, por eso han decidido parar sus bajadas de tipos y por esa razón Trump quiere forzar la salida de su presidente.**

La causa fue una fuga masiva de capitales provocada principalmente por el temor a que las medidas proteccionistas anunciadas por Trump provocaran estanflación, menor crecimiento y mayor inflación. Eso provocó ventas masivas de bonos de largo plazo, especialmente los de vencimientos a 30 años como el que se ve en el gráfico anterior, y búsqueda de protección en letras del Tesoro a muy corto plazo.

Si compras una letra del Tesoro -supongamos a 3 meses- y la mantienes hasta el vencimiento la rentabilidad esperada es fija. Si tienes un bono a 30 años, hay más inflación y tipos de interés más altos y el inversor tiene que vender el bono antes del vencimiento, tendría pérdidas.

La extrema volatilidad en el mercado de deuda pública el miércoles 9 de abril fue lo que forzó a Donald Trump a retrasar 90 días la entrada en vigor de los aranceles recíprocos que había anunciado días antes.

EEUU tiene el privilegio de ser la moneda de reserva y el resto del mundo tiene una elevada cantidad de reservas en dólares que la Fed emite sin coste de intereses. Es lo que los economistas denominamos *el señoriaje*.

Para no perder poder adquisitivo con la inflación, los tenedores de reservas compran activos en dólares y el principal activo es deuda pública. Esto permite al Tesoro financiarse a tipos inferiores a los normales.

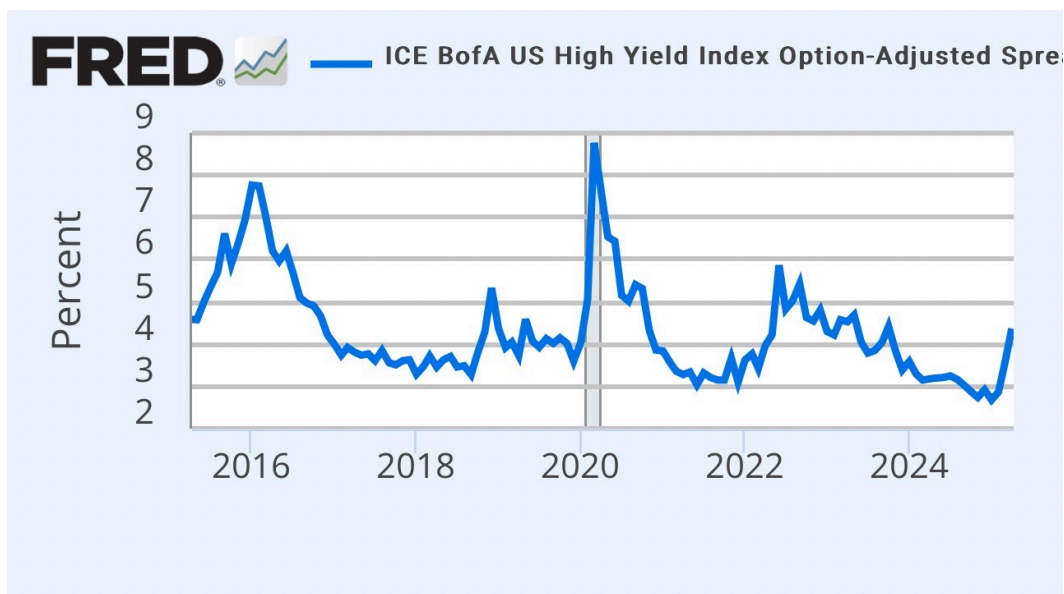
Como se esperaban bajadas de tipos de la Fed en 2024, el Tesoro decidió emitir más a corto plazo para aprovecharse y reducir el coste del servicio de la deuda. Por estas razones y por su elevada deuda y déficit público, EEUU tiene que emitir en 2025 14 billones de dólares, 9 billones en letras y certificados de corto plazo.

Si aumenta la volatilidad en el mercado secundario, como ocurrió la semana del 9 de abril, el Tesoro podría tener problemas de emisión y en el mejor de los escenarios tendría que emitir esa deuda pública con tipos de interés más altos, al exigirle los inversores una mayor prima de riesgo.



Si suben las rentabilidades de la deuda pública, los precios de las acciones también caen ya que los beneficios futuros de las empresas hay que descontarlos a un tipo mayor. **La volatilidad también se**

contagió a las bolsas, especialmente a las empresas tecnológicas en el índice Nasdaq que registró bruscas caídas, como se puede observar en el gráfico anterior.



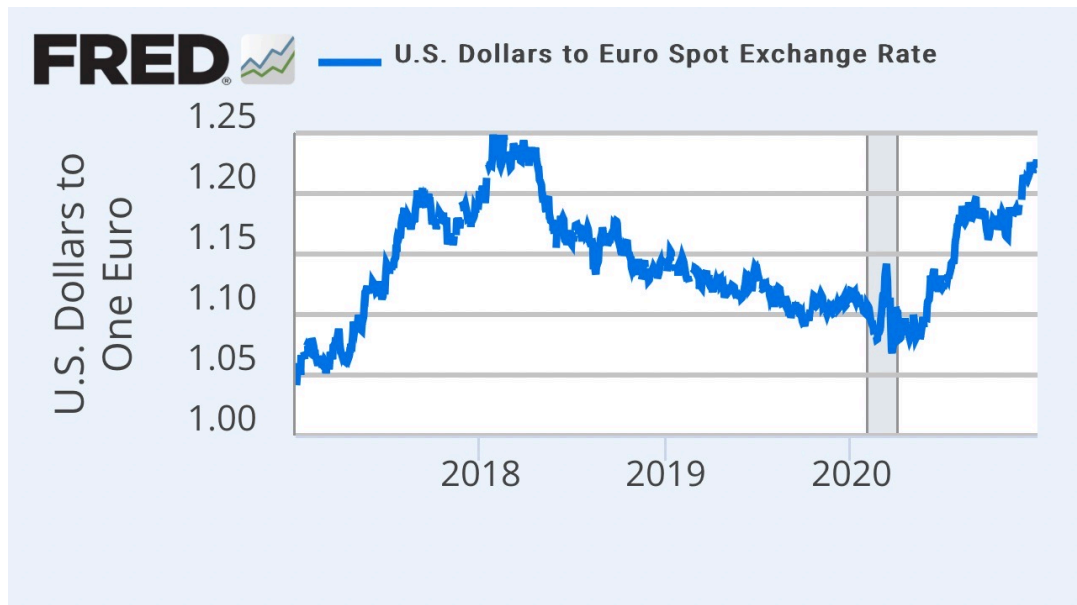
También a los bonos corporativos, especialmente a los que no tienen rating con grado de inversión como se observa en el gráfico anterior.

También se observa que, a pesar del repunte, estamos muy lejos de los máximos que alcanzaron las primas de riesgo en la pandemia y más aún de las que llegaron a alcanzar en 2008 tras la quiebra de Lehman.

Por lo tanto, los inversores muestran mayor aversión al riesgo pero están aún lejos del nivel de pánico de 2008. No obstante, también sabemos que de mayor aversión al riesgo a pánico pueden pasar pocas semanas.

Es cierto que hay mucha deuda pero ahora el problema está en la crisis fiscal y la deuda pública y es diferente al de 2008 que afectó directamente a los mercados de titulizaciones hipotecarias donde se financiaban los bancos y el contagio al canal crediticio fue determinante.

Ahora se está produciendo una pérdida de riqueza pero el riesgo de una crisis bancaria es significativamente inferior al de 2008.



El dólar se ha depreciado como quiere Trump, aunque seguramente menos de lo que le gustaría

La incertidumbre sobre los aranceles y las dudas sobre el crecimiento de EEUU ha provocado una salida intensa de capitales europeos y japoneses buscando refugio a corto en sus principales divisas.

Desde que Trump anunció la prórroga de los aranceles recíprocos el dólar ha corregido parte de la depreciación y está estable en 1,13 contra el euro. No obstante, si Trump continúa con sus planes para un dólar débil y presionando a la Fed es muy probable que el continúe la senda deprecatoria.



La Fed resiste bien la presión de Trump. Mantuvo invariados los tipos en su reciente reunión y el Presidente Jerome Powell en la rueda de prensa dijo explícitamente que no tienen ninguna prisa para bajar tipos.

La decisión de la Fed de parar sus bajadas de tipos al determinar que la política de Trump es inflacionista ha provocado un repunte en las rentabilidades de largo plazo de la deuda pública de EEUU.

Como se puede observar en el gráfico anterior, el diferencial con Alemania ha ampliado hasta niveles de febrero ya que el BCE continúa bajando tipos. Esto debería haber provocado una apreciación mayor del dólar, ya que en febrero estaba próximo al 1,05 con el dólar.

La depreciación del dólar refleja una mayor prima de riesgo, mayor que la que reflejan el resto de activos en dólares, por lo que la diferencia la marca la política verbal de Trump diciendo que quiere un dólar débil para ayudar a sus exportaciones.

Es lo mismo que hizo en 2017 en su primer mandato y el dólar se fue por encima de 1,22 contra el euro. La clave es si va más allá de política verbal, consigue intervenir la Fed y bajar los tipos de interés a pesar de que repunte la inflación o exige a los bancos centrales y a los grandes tenedores de reservas de dólares pagar por ellas. Eso

podría provocar volatilidad e inestabilidad en los mercados como sucedió en abril.

El problema para Trump es que si generas esas expectativas de dólar débil, los inversores exigirán una mayor prima de riesgo a la deuda pública americana para comprarla hoy y necesita emitir en 2024 14 billones de dólares, 8 veces el PIB de España.

Aunque han empezado a emitir bonos a largo plazo, lo cual indica que el mismo Tesoro espera una subida de tipos y de las expectativas de inflación, tienen 9 billones de dólares en letras y certificados a corto plazo que tienen que renovar cada año. Y tiene un déficit público descomunal de unos 2 billones de dólares que también tienen que financiar.

Su idea es reducir el gasto público, principalmente reduciendo gasto militar en guerras fuera de EEUU, y aumentar la recaudación con los aranceles y no parece una política muy creíble para reducir el déficit y la deuda.

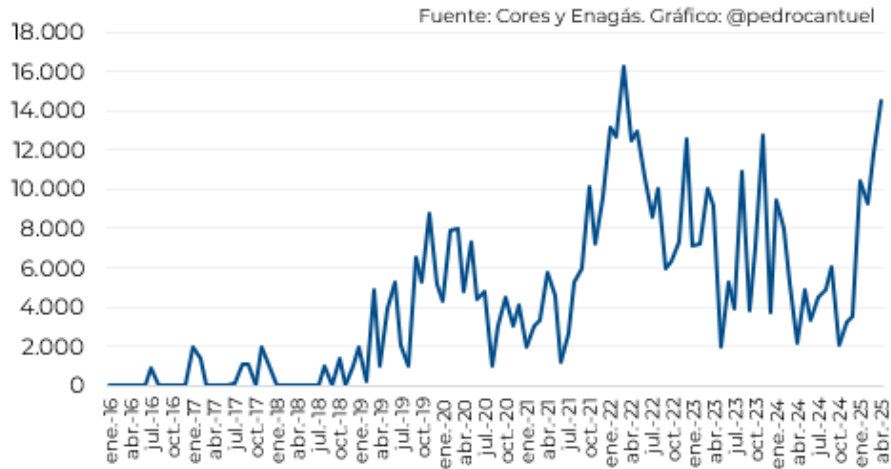
El otro problema es que mantiene el arancel del 10% a todos los países, el arancel promedio para bienes industriales anterior con Europa era del 1,5%, y lo que es peor aún: la arbitrariedad y la incertidumbre de cuál será su política proteccionista definitiva.

Europa y EEUU

Europa era dependiente del crecimiento de la demanda interna de EEUU -que compensaba la debilidad de su demanda interna- y Alemania ya ha aprobado un intenso plan de estímulo fiscal.

Europa sigue siendo el gran mercado de comercio mundial y muchas grandes empresas de servicios y tecnológicas americanas concentran buena parte de sus ingresos en el mercado europeo y eso le da fuerza en la negociación y Trump lo empieza a saber.

España. Importaciones de gas natural licuado desde EEUU
GWh. Datos mensuales



EEUU, España y el Gran Apagón

España tiene muy poca exposición a exportaciones directas a EEUU pero se ve muy afectada por exportaciones a países europeos que luego se exportan a EEUU, como por ejemplo en empresas de componentes del sector del automóvil.

Pero somos muy dependientes de importaciones de gas de esquito desde EEUU; hasta 2018 apenas les importábamos nada y ahora son nuestro principal proveedor.

El gas es complemento perfecto para las energías renovables ya que tiene capacidad para quemar de manera instantánea y conseguir que la oferta de electricidad coincida con la demanda y no haya problemas de estabilidad en la red y apagones como los del pasado mes.

De hecho todo apunta a que la causa del apagón fue una mala planificación de Red Eléctrica de energía sincrónica, principalmente gas e hidráulica, y la escasa inercia en la red que llevaba ya semanas dando problemas en parte por el parón de las centrales nucleares.

Hasta que se avance en almacenamiento es un error cerrar las nucleares, como acaba de reconocer el nuevo primer ministro alemán. Desde que China sustituyera el fuelóleo por gas para producir electricidad el precio del gas ha subido y se vio agravado

en Europa por el cierre de los gasoductos desde Rusia tras su invasión en Ucrania.

Si cierras la central de Almaraz a corto plazo la mayor parte de las horas del año se cubrirán con gas, especialmente de noche en meses de anticiclón sin viento, y el precio que pagamos los españoles y nuestra industria por la electricidad será mayor.

Las renovables son una bendición para la economía española ya que por primera vez en siglos disponemos de electricidad más abundante y más barata que nuestros competidores europeos.

Como indica Mario Draghi en su informe, la energía es determinante para la competitividad industrial y poder competir con la industria china y EEUU tiene costes de gas y electricidad infinitamente más bajos que las empresas europeas.

Pero se necesitan baterías y centrales de doble bombeo para avanzar en la transición energética y acumular los excesos de generación para evitar problemas de tensión y estabilidad en la red como sucedió el día del apagón.

Las baterías todavía no son rentables y tardarán al menos dos años en tener desarrollo masivo y necesitan una nueva regulación que de seguridad jurídica a la inversión que ni está, ni se le espera. Más aún las centrales de doble bombeo, que necesitan mayor inversión y más años para recuperarla y que están todas paradas hasta que el Gobierno defina bien su papel en el mix eléctrico y lo cumpla.

Pero, como se ha vuelto a demostrar con el apagón, la prioridad del Gobierno es seguir introduciendo renovables para mantener su discurso verde, cerrar antinucleares por reminiscencias ideológicas de los años ochenta y culpar a las empresas eléctricas y fondos que son las que tienen que hacer las inversiones de todos los problemas.

Otro problema que tiene España es su elevada dependencia de los mercados de capitales internacionales para financiar su deuda pública. La ventaja ahora con respecto a 2008 es que los bancos españoles financian sus créditos con depósitos de clientes y tienen unos 400.000 millones de depósitos más créditos.

Por lo tanto, aunque Trump provoque inestabilidad en los mercados, como sucedió el pasado mes, los bancos pueden seguir dando créditos a tipos bajos.

El problema ahora es que el Tesoro tiene que emitir casi 300.000 millones todos los años para refinanciar los vencimientos y el déficit, íntegramente provocado por el sistema público de pensiones. **Si el sistema de pensiones no tuviera déficit, España tendría superávit fiscal, la deuda pública próxima al 60% como exigen los tratados europeos y no seríamos una de las economías más vulnerables del mundo a los episodios de inestabilidad financiera, como el que provocó Trump en abril.**

El escenario más deseable es que Trump recapacite como hizo en abril y modere su política proteccionista y de devaluación del dólar.

Si no lo hace el riesgo de ver nuevos episodios de inestabilidad financiera como los que vimos en abril es muy elevado. Pero lo que sí sabemos de Trump desde 2017 es que es aleatorio e impredecible y ese es el mayor riesgo para la economía mundial en estos momentos.