



# Las consecuencias económicas de Trump. Análisis tras los cien primeros días

L. B. De Quirós y J. Santacruz

La victoria de Donald J. Trump se encuadra dentro de un escenario macroeconómico caracterizado por tipos artificialmente bajos, un alto endeudamiento y con un crecimiento potencial que sigue deteriorado. Debido a su importancia global, lo que haga o deje de hacer la nueva Administración tendrá un impacto importante en la evolución a corto plazo de los tipos de interés, y, por tanto, sobre la evolución del tipo de cambio del dólar frente a las principales divisas y, en especial, respecto al euro. La política económica desplegada por el Gabinete norteamericano condicionará de manera significativa el comportamiento de la economía global.

## I. Introducción

El grueso de políticas de Donald Trump se traducirá en un impulso a la demanda agregada de Estados Unidos en el próximo ejercicio. Su intensidad dependerá de la capacidad de la Administración de sacar adelante sus planes en un Congreso que, si bien cuenta con mayoría republicana en las dos Cámaras, no parece estar dispuesto a aprobar, al menos en su totalidad, una buena parte de las promesas realizadas por el presidente en su campaña electoral. Un primer ejemplo de ello ha sido la modificación sustancial en la derogación del *Obamacare*. Por otra parte, la aplicación total o parcial del programa de Trump conducirá a un endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal ante sus efectos inflacionistas. El resultado de ello sugiere una apreciación del dólar frente al resto de las divisas en el horizonte del corto plazo.

Las principales dudas sobre la política de Trump surgen en el medio y largo plazo y dependerán de si el presidente logra sacar adelante todas, muchas o algunas de sus proclamas populistas o se verá obligado a reconducirlas hacia una senda de mayor pragmatismo. En el supuesto de que el Congreso aprobase el grueso del paquete programático de Trump, las posibilidades de que América entre en una nueva fase recesiva son bastante elevadas. La combinación de una estrategia fiscal-presupuestaria expansiva con el proteccionismo, con una inflación al alza y, en consecuencia, con un aumento significativo de los tipos de interés, conduciría a una recesión. Los hechos últimos parecen guiarnos más bien por este segundo cauce.

## II. Complicada herencia política en un entorno frágil

El balance de Barack Obama en su gestión postcrisis deja muchas heridas abiertas y otras muchas «mal cicatrizadas». Solo en 2016, la deuda americana subió un billón más debido a un déficit que

ha sido el doble de lo previsto (llegando a los 27.520 millones de dólares). El conjunto estimado del estímulo durante los mandatos de Obama asciende a los 20 billones y, durante su mandato, la deuda pública se ha incrementado en un 121%<sup>1</sup>. En paralelo, el salario real medio ha permanecido prácticamente estancado desde 2008, pasando de 54.925 dólares en 2008 a 53.657 en 2016<sup>2</sup> y la participación laboral ha caído de manera dramática hasta el 63%, nivel de 1978<sup>3</sup>. El descenso del desempleo descansa en que un número significativo de norteamericanos ha decidido no buscar trabajo.

Ese escenario no se entiende sin la política monetaria ultraexpansiva llevada a cabo por la Reserva Federal y el resto de bancos centrales, que se ha convertido en una importante fuente de inestabilidad en los mercados sin que haya tenido un impacto significativo sobre el crecimiento del PIB. La causa de esta «salida en falso» de la Gran Recesión se debe al entorno de débil crecimiento que, combinado con el incremento de la deuda y de la inflación de activos, ha generado un terreno fértil para populismos de izquierda y derecha a ambas orillas del Atlántico; elementos sin los cuales tampoco se puede entender el auge de Trump ni la gran volatilidad registrada por los mercados. *Llueve sobre mojado.*

Si se considera que la única trayectoria de las tasas de interés es la alcista, la FED ya ha iniciado ese camino; la única incógnita por despejar estriba en si la velocidad e intensidad de ese movimiento y se verán acompañadas por una reducción de los niveles de deuda y por un mayor dinamismo de la actividad económica o si, por el contrario, que ese escenario no se cumpla, lo que abocaría a la entrada de un nuevo ciclo recesivo.<sup>4</sup> Estos son los dos escenarios alternativos sobre los que es muy arriesgado aventurar cuál se materializará.

### III. El programa económico trumpista

El programa económico de **Donald Trump** se puede resumir en menos impuestos, menor regulación (por ejemplo, en el ámbito energético, medioambiental o financiero),<sup>5</sup> más gasto en obra civil y militar y más nacionalismo económico. La gran fuente de incertidumbre es el hecho de que su política económica combina iniciativas que se traducirían en un mayor crecimiento sostenido y una revalorización clara del dólar, y otras que actúan en la dirección opuesta, especialmente las que tienen un marcado carácter proteccionista.

En el corto plazo, el grueso de las medidas económicas va encaminado a implementar un notable impulso fiscal, lo que supondría añadir más presión inflacionista. Ello forzaría a la FED a endurecer más de lo proyectado su estrategia monetaria, con potenciales efectos contractivos sobre la

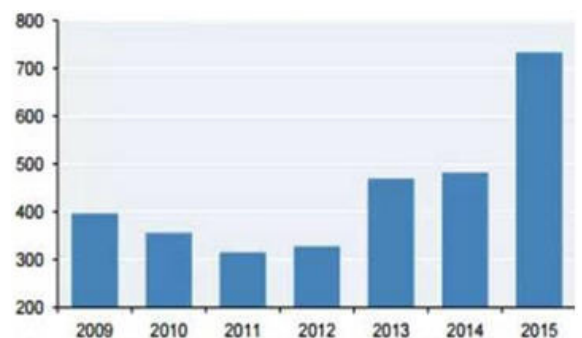
economía de los EE UU y con efectos difíciles de calibrar sobre la economía global. Aquí se plantean dos opciones alternativas: primera, magnitud del impulso a la vista de una Cámara legislativa contraria a muchos puntos de la agenda política *trumpiana*. Segunda, que dichas medidas estimuladoras de la demanda estén acompañadas de reformas estructurales que permitan reactivar el crecimiento y mantener controlado el déficit público.<sup>6</sup>

#### (1) Comercio

A lo largo de su campaña presidencial, Trump ha tenido una marcada actitud proteccionista que se ha traducido en una impugnación de los macro tratados comerciales (TTP, el NAFTA y el non nato TTIP con Europa).<sup>7</sup> La nueva Administración ha manifestado una evidente hostilidad, aunque ecléctica, contra la globalización económica, similar a la sostenida por los movimientos populistas de izquierda y de derecha del otro lado del Atlántico. La visión del comercio internacional de la nueva administración se corresponde con un juego de suma cero, en el que hay «perdedores y ganadores»; concepción contraria a la literatura y a la evidencia empírica.

La conversión de América en una fortaleza proteccionista no sólo supondría invertir la política de extensión del libre comercio desplegada por los EE UU desde el final de la II Guerra Mundial con claros efectos benéficos para América y para el resto del mundo, sino que desencadenaría una guerra comercial de alcance global con consecuencias muy negativas para «todos». Según el Departamento de Comercio de Estados Unidos, las exportaciones estadounidenses suman 2,3 billones de dólares y de forma directa ayudan a mantener 11,7 millones de puestos de trabajo. Estos peligrarían en el supuesto de que otros estados respondiesen a América imponiendo barreras a la entrada de los bienes y servicios norteamericanos en sus mercados.

Gráfico 1: Número de medidas proteccionistas adoptadas por los países del G20



Fuente: Center for Economic and Policy Research. Con o sin Trump, el comercio mundial, por diversas causas, ha ido sufriendo un paulatino deterioro.

El aumento de los aranceles sobre las importaciones chinas, de un 45%, y mexicanas, de un 35%<sup>8</sup>, propuestas por Trump tendría un efecto adverso para EE UU. Estos importan casi 500 mil millones de dólares/año en bienes de China y unos 300 mil millones de México, pero a su vez, esos dos países son mercados relevantes para las exportaciones norteamericanas. Si se elevan las barreras arancelarias, el tipo arancelario efectivo promedio de los Estados Unidos aumentaría entre aproximadamente 11 y 12 puntos porcentuales: de un nivel del 1,5% al 13%. Este nivel no se ha visto desde el período de entreguerras. Lo anterior supondría subidas de precios para los consumidores norteamericanos de un orden de magnitud del 15%, lo que tendría un severo impacto sobre la renta disponible de los hogares.

Cualquier política proteccionista sería letal para el conjunto de la economía global, empezando por la propia americana. En un mundo altamente globalizado e interconectado como el actual, en donde la cadena de valor está fuertemente fragmentada, cualquier producto, por simple que sea, se fabrica en prácticamente todas partes. Pretender obstaculizar, regular esta compleja red global tiene unos efectos desestabilizadores, imposibles de predecir, pero que ineluctablemente supone rebajar el potencial de crecimiento del conjunto de la economía mundial y, especialmente, del país en cuestión que adoptase este tipo de políticas. Por otro lado, siguiendo la Teoría de Juegos más elemental, China y México, o cualquier economía afectada, responderían previsiblemente con aranceles a las exportaciones americanas como represalia, dando paso a un escenario absurdo de guerra comercial con un impacto negativo, como decimos, difícil de imaginar.

Dicho lo anterior esos planes proteccionistas sin precedentes desde la Smoot-Hawley Act de 1930 cabe esperar que se enfrenten a una firme oposición del Congreso, controlado por el Partido Republicano, uno de cuyas señas de identidad ha sido durante los últimos sesenta años la defensa del libre comercio. En el peor de los casos cabría esperar que las Cámaras «aguasen» de modo sustancial el proteccionismo *trumpiano* que se vería obligado a adoptar una línea más pragmática que la adoptada durante su campaña.<sup>9</sup>

## (2) Inmigración

El capítulo de inmigración es probablemente uno de los que ha suscitado más titulares y polémicas. Trump ha prometido la deportación de los 11 millones de inmigrantes que están en Estados Unidos de forma ilegal. A medida que avanzó la campaña, la promesa quedó en deportar, como mínimo, a 3 millones de ese colectivo. Obama durante su mandato, expulsó a 2 millones de inmigrantes desde Estados Unidos a sus países de origen. Pese al debate social que pueda suscitar el efecto sobre la economía, esto no es significativo y, en

definitiva, cumplir la ley es únicamente ponerla en valor y dar credibilidad al conjunto de las instituciones públicas. Sea como fuere, lo cierto es que los postulados de Trump en materia de inmigración (como sucedía en el anterior epígrafe) se traducen en una economía americana más cerrada lo que, sin duda, tendrá un efecto negativo sobre el crecimiento potencial.

Los inmigrantes indocumentados suponen el 5,1% de la fuerza laboral. Su deportación implicaría reducir la oferta de mano de obra, lo que provocaría una elevación de los costes laborales. Este movimiento se acentuaría porque muchos de los puestos de trabajo desempeñados por la inmigración no tienen interés alguno para los americanos, por ejemplo, los ubicados en la agricultura. El resultado sería un incremento del coste del factor trabajo, una escasez de oferta de mano de obra en los sectores de la economía que demandan y emplean a ese tipo de trabajadores y una disminución de su producción con un resultado colateral: el descenso del empleo de los trabajadores nativos en los mercados ligados de manera directa e indirecta a esas actividades.

## (3) Política fiscal

En materia fiscal, pieza central del programa económico, las propuestas de Trump van encaminadas a una reducción y simplificación de impuestos con un «coste» a corto plazo en términos de reducción de recaudación estimado en 3 billones de dólares. Estas son algunas de las medidas que configuran el programa:

- Simplificación de los tramos del Impuesto sobre la Renta (*'Income Tax'*) de los siete tramos actuales a 3-4, reduciendo el tipo marginal máximo del 39,6% al 33% (en campaña se habló del 25%).
- Simplificación de la ley fiscal eliminando desgravaciones en el Impuesto sobre la Renta excepto las que afectan al pago de la hipoteca y las donaciones filantrópicas.
  - Aumento del umbral de los que no pagan el Impuesto sobre la Renta hasta los 25.000 dólares a nivel individual y hasta 50.000 dólares en el caso de parejas.
- Bajada de la tasa impositiva sobre el capital y dividendos (*'Capital Gains Tax'*) hasta el 20%-18%.
- Bajada del Impuesto de Sociedades (*'Corporate Tax'*) del actual tipo al 35% hasta el 15% (una de las medidas estrella para incentivar la inversión).
  - Simplificación de la ley fiscal eliminando excepciones fiscales y arbitrariedades.
- Eliminar los impuestos federales por donaciones y herencias.
- Eliminación del impuesto sobre inversiones a los hogares de ingresos altos para ayudar a sufragar los gastos derivados de la *'Affordable Care Act'*.

- Amnistía fiscal para repatriar patrimonios y capital en paraísos fiscales a un tipo del 10% (*'Special Repatriation Tax'*). Su utilidad como incentivo a la inversión es mucho más dudosa por cuanto beneficia a empresas con mucha más liquidez ya que tienden a usarlo para tomar más riesgo financiero y no económico (véase último GFSR del FMI).

La *Tax Foundation* estima la caída en la recaudación del conjunto de medidas fiscales de Trump, en promedio, en un 2,1% sobre el PIB durante los próximos diez años. Esto supone una reducción de los ingresos tributarios de 400.000 millones de USD en 2017 si el Congreso aprueba esa propuesta. Desde un punto de vista estático, esto es, sin tener en cuenta sus potenciales efectos positivos sobre el crecimiento y, por ende, sobre la recaudación, el impacto alcista sobre el volumen de la deuda pública se estima en una horquilla entre los 9,5 y los 13 billones de dólares para los próximos diez años.<sup>10</sup>

Estos cálculos infravaloran el efecto positivo que puede tener sobre la recaudación una bajada de los tipos marginales –en un entorno de elevada presión fiscal–, al permitir aflorar una mayor actividad económica si las bajadas impositivas van acompañadas de reformas «pro-ingresos»<sup>11</sup>. Para ello, es clave que durante la legislatura se mantenga un régimen de mayor disciplina presupuestaria que la de los dos mandatos de Obama caracterizados por un abultado déficit público.

Por añaduría, en un entorno global e interdependiente como el actual, las medidas de Trump para volver a captar capital e inversión en el país, es decir la bajada del tipo marginal para sociedades y la promesa de una amnistía fiscal para repatriar capitales desde paraísos fiscales y otros países, tiene un claro efecto positivo sobre la recaudación que tampoco se está teniendo en cuenta. Sin embargo, es difícil pensar que ese recorte impositivo se autofinancie si, a la vez, se ve acompañado por un incremento del gasto.

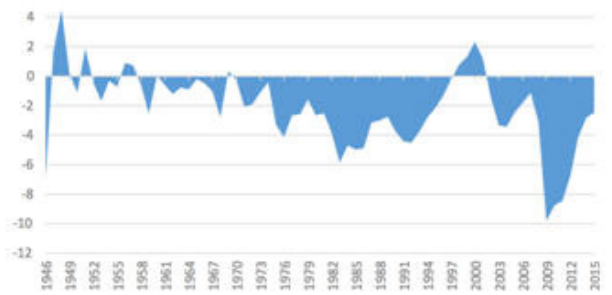
### La política fiscal y su relación con el gasto público

La evidencia disponible sobre las positivas repercusiones de las bajas de impuestos sobre el crecimiento es abrumadora. El ejemplo de más de 200 casos en 21 países demuestra que son mucho más efectivas las bajadas de impuestos y reducciones de gasto, a la hora de incentivar el crecimiento y la prosperidad, que los aumentos de gasto. Estudios de Mertens y Ravn (2012)<sup>12</sup>, Alesina y Ardagna (2010)<sup>13</sup>, o el propio Fondo Monetario Internacional<sup>14</sup>, entre otros muchos, concluyen que las bajadas impositivas han sido históricamente positivas para el crecimiento económico siempre y cuando estas vayan acompañadas de rebajas en el nivel de gasto y que estas rebajas tengan un componente estructural.

### (4) Gasto público

La política impositiva y de gasto público son dos variables

Gráfico 2: Evolución del déficit público, 1946-2015 (% sobre PIB)



Fuente: Reserva Federal de St. Louis.

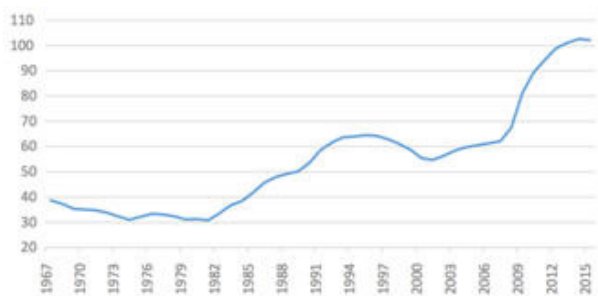
cuyo signo tiene una incidencia directa con respecto al déficit público. Dos caras de una misma moneda: la estabilidad presupuestaria. En el caso de Trump, de entrada, solo se sabe, que en ambos casos, política fiscal y gasto público, tienen el mismo signo deficitario. Por tanto, la puesta en marcha de estos planes, el efecto más probable es el de acentuar el ciclo alcista del binomio déficit-deuda pública.

De entrada, las rebajas fiscales de Trump exigen un recorte 'one-off' del gasto público del orden del 20%. Sin embargo, las principales propuestas de Trump en el capítulo de la consolidación fiscal han sido, por el momento limitadas: bloqueo y reprobación (en su caso) de la reforma *Medicare* y recortes en el aparato burocrático del Estado (reforma administrativa). Por otra parte, su programa incluye promesas que implican incrementar muchas partidas de gasto: más compensaciones a los veteranos, más gasto militar estimado, 40.000 millones anuales, y, sobre todo, pocos cambios en las principales partidas de gasto social y seguridad social. En 2008, antes de la crisis, el nivel de deuda pública estaba en niveles del 67%. Tras el rescate a los bancos y el mantenimiento de los niveles de gasto, las ratios deuda-PIB han crecido de forma exponencial en todos los países: en Estados Unidos ha llegado a niveles del 102%.

Desde 1946 Estados Unidos han tenido once superávits presupuestarios: tres ejercicios con Truman, tres con Eisenhower, uno con Nixon, tres con Clinton y uno con Bush<sup>15</sup>. El más abultado de todos ellos es el que consiguió Truman en 1948: +4,5%.

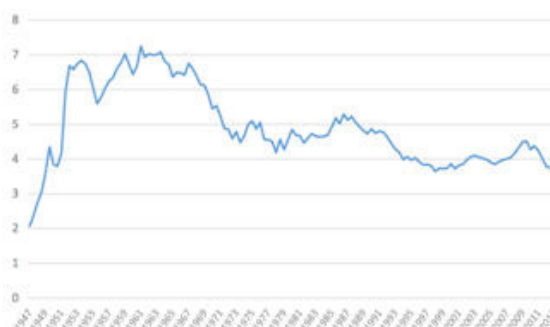
Desde esta perspectiva, los futuros déficits de Trump, ciertamente, no representarían una gran novedad si no fuese porque el nivel de deuda actual es ya desorbitado y supone una fuente constante de inestabilidad e incertidumbre. En todo caso, como ahora veremos, cualquier incremento del déficit necesita de un relato claro y el soporte de las Cámaras. Los déficits arrojados por Ronald Reagan, por ejemplo, se atribuyen a los esfuerzos finales para acabar definitivamente con la Guerra Fría, igual que los del presidente George W.

Gráfico 3: Evolución de la deuda pública, 1946-2015 (% sobre PIB)



Fuente: Reserva Federal de St. Louis.

Gráfico 4: Inversión pública neta, 1946-2015 (% sobre PIB)



Fuente: US Bureau of Economic Analysis.

Bush se asocian con la lucha contra el terrorismo islamista tras los ataques del 11S.

Por eso, el gran reto para Donald J. Trump es ver si es capaz de bajar la presión fiscal sobre el grueso del tejido productivo, al tiempo que rebaja el binomio déficit/deuda, lo que permitiría a la economía realizar un «cambio de marcha» y acelerar la recuperación. En caso contrario, como hemos señalado antes, el escenario más probable es el de una nueva recesión.

## (5) Infraestructuras

Además de las fuertes rebajas fiscales, otra de las grandes promesas electorales del candidato Trump ha sido la promesa de implementar un ambicioso plan de infraestructuras, cifrado en 1 billón de dólares para los próximos diez años. También la candidata demócrata prometió un plan para renovar, en muchos casos, la obsoleta dotación de infraestructuras de EE UU. Esta cifra se fue ajustando a medida que avanzó la campaña y aunque en el programa oficial del candidato no figura ninguna cifra específica, en la recta final de la campaña se comprometió a un plan que implicaba doblar el plan de infraestructuras de Hillary Clinton lo que supone un plan de 550.000 millones de dólares para los próximos diez años.<sup>16</sup>

Más importante que la cantidad final comprometida para el plan de infraestructuras, es ver los mecanismos de financiación. Sabemos que la nueva Administración es partidaria de que sea el sector privado quien lidere las iniciativas y que sea la introducción de peajes y tarifas (y otros mecanismos de «pago por uso») el mecanismo esencial para su financiación. En este sentido, hasta un 17% de las inversiones iniciales serían financiadas con aportaciones de capital y el resto vía deuda. En cualquier caso, un apalancamiento muy inferior al propuesto en Europa con el Plan Juncker.

Con respecto a las aportaciones de capital se contemplan

créditos fiscales para ayudar a la financiación. Siguiendo las prácticas más habituales a la hora de realizar estimaciones de este tipo, consideraremos los incentivos fiscales para con el plan de inversión como una bajada impositiva y consideraremos que el plan, fundamentalmente, se realiza con éxito.

Con independencia de los mecanismos de financiación – que tendrán un impacto sobre el binomio déficit/deuda– el impacto aislado en el largo plazo del plan de infraestructuras en el PIB será de un +0,1% anual con un impacto en la creación de empleo cercano a los 21.400 empleos nuevos cada año.<sup>17</sup>

## IV. El impacto económico del trumpismo

Una vez descritas las principales líneas de la agenda de económica de Trump, podemos proyectar cual es, a grandes rasgos, la evolución más plausible con respecto a las principales variables macro en el corto y largo plazo. Estos escenarios se han realizado en base a desviaciones sobre el escenario base proyectado por la Reserva Federal.

Debido a la gran incertidumbre e incógnitas que aún planean sobre la agenda económica del hoy presidente-electo, el modelo contempla dos fases de proyección: 2017-2018 (impacto en el corto medio plazo), y 2019-2020 (impacto en el largo plazo), para cada uno de los dos escenarios definidos en donde las diferencias son, esencialmente, en el medio/largo plazo.

**«Trump populista»:** en este primer escenario, pese a que descontamos el ajuste a la baja de algunas de las propuestas electorales de Trump, se lleva a cabo una importante reducción fiscal y también un ambicioso plan de infraestructuras lo que, en el corto plazo, impulsa de forma notable la demanda agregada favoreciendo un crecimiento del PIB del 2,4-2,6% en 2017 (con una mayor reducción del desempleo). Por otro



Gráfico 5: Escenario base para la economía EE UU

	2016	2017	2018	2019	Largo plazo
PIB (real)	1,8%	2,0%	2,0%	1,8%	1,8%
Tasa de paro	4,8%	4,6%	4,5%	4,6%	4,8%
PCE	1,3%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
Tipos de interés oficiales	0,6%	1,1%	1,9%	2,6%	2,9%

Fuente: Reserva Federal <sup>18</sup>.

lado, la agenda legislativa a favor de reformas «pro-crecimiento» es relativamente limitada al igual que los planes de contención del gasto. De esta forma, el escenario arroja una aceleración en la tasa de inflación (>2,0-2,2%), y una subida de tipos por encima del 3% para finales 2018. En el largo plazo, sin embargo, y como consecuencia del repunte inflacionario y el descontrol presupuestario, la economía vuelve a sufrir un proceso de ajuste y recesión.

**«Trump pragmático»:** en este segundo escenario, los efectos en el corto plazo con respecto al primer escenario son similares por el efecto de las rebajas fiscales y el plan de infraestructuras. En este caso este es ligeramente más moderado con un impacto sobre el PIB del 2,2-2,4% en 2017 (también con la consiguiente mayor reducción del desempleo). La gran diferencia es la moderación del plan de gasto y la activación de políticas y reformas «pro-crecimiento» que permiten un mayor control del presupuesto público y el control de la inflación que permanece controlada, entorno al 2,0-2,2% lo que a su vez permitiría una normalización de la política monetaria más pausada. En este escenario, no se han incluido ninguna de las propuestas más populistas de Trump en materia comercial y de inmigración.

## Conclusiones

En ambos escenarios podemos identificar algunos mensajes comunes de lo que podemos esperar.

1. Lo más probable es una aplicación limitada y reducida de todas las propuestas electorales que se han ido dando a conocer. Es probable que el Congreso promulgue leyes fiscales que incorporen algunos aspectos de los planes de reforma presentados por Trump, pero su magnitud puede ser ligeramente distinta y ajustada a la realidad de la situación fiscal del conjunto de las administraciones

Gráfico 6: «Trump populista»

	2016	2017	2018	2019	Largo plazo
PIB (real)	1,8%	2,6%	1,8%	1,0%	1,0%
Tasa de paro	4,8%	4,2%	4,5%	4,6%	5,2%
PCE	1,3%	2,2%	2,5%	3,0%	2,5%
Tipos de interés oficiales	0,6%	2,7%	3,9%	4,4%	4,0%

Fuente: *Freemarket*. La estimación de los tipos de interés se ha aproximado a partir de la regla de Taylor ajustándola al complejo escenario actual.

Gráfico 7: «Trump pragmático»

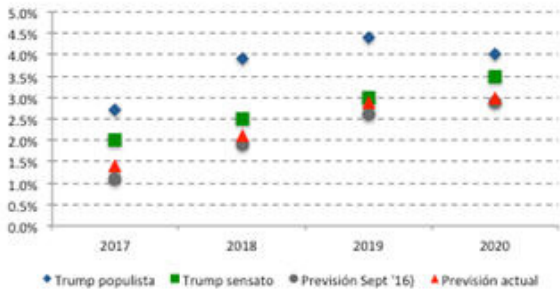
	2016	2017	2018	2019	Largo plazo
PIB (real)	1,8%	2,3%	2,2%	2,4%	2,5%
Tasa de paro	4,8%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
PCE	1,3%	2,2%	2,0%	2,0%	1,8%
Tipos de interés oficiales	0,6%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%

Fuente: *Freemarket*.

estadounidenses. Los ingresos fiscales, por ejemplo, seguro que se reducirán en el corto plazo mientras las bases imponibles reaccionan de forma positiva<sup>19</sup> pero lo lógico es esperar una reducción cercana a los 100.000 millones de dólares al año y los 400.000 millones propuestos para los cuales no habrá tolerancia en el Congreso para aceptar déficits adicionales. El objetivo de déficit difícilmente podrá ser superior al 3%<sup>20</sup>.

2. Por otro lado, también parece razonable esperar cierto margen para mayor gasto en infraestructuras que podría estar entorno a los 40.000-50.000 millones de dólares anuales con la presión que sobre el binomio inflación/ tipos de interés supone.
3. En cualquiera de los escenarios definidos, podemos esperar un escenario en donde la normalización de tipos sea más rápida y decidida ('*Hawkish Fed*').
4. Esta mayor subida de tipos supone un mayor atractivo relativo de los bonos en dólares que en euros lo que, previsiblemente, en el corto plazo, se traduzca en una paulatina apreciación del dólar con respecto al euro.
5. La debilidad de Trump en ambas cámaras nos hace ser relativamente escépticos con respecto a la

Gráfico 8: La previsión de subida de tipos se acelera



Fuente: Elaboración propia.

implementación de políticas en materia comercial y de inmigración que pudieran suponer un riesgo serio para el crecimiento del país. Es de esperar una moderación notable del impulso y la apertura comercial de Estados Unidos con respecto al exterior, pero no en la magnitud en la que se ha hablado durante la campaña electoral.

6. Tempo. El grueso de las medidas de Trump exige un proceso de planificación y negociación que asegure que al menos 6-9 meses hasta después de la inauguración no puedan ser efectivamente implementadas y podamos notar sus efectos.<sup>21</sup>

## Bibliografía

Cole, A. (2016): «Details and Analysis of the Donald Trump Tax Reform Plan». Septiembre 2016.

Edwards, C. (2007): «Corporate Tax Laffer Curve», Cato Institute. Noviembre 2007.

Giles, C. (2016): «Supply-side guru Arthur Laffer hails Trump's tax policy», Financial Times. 7/12/2016.

Navarro, P. y Ross, W. (2016): «Scoring the Trump Economic Plan: Trade, Regulation, & Energy Policy Impacts». 29/09/2016. DonaldJTrump.com

Laffer, A. (2004): «The Laffer Curve: Past, Present and Future». *The Heritage Foundation*. Junio, 2004.

Peterson Institute for International Economics, «*Assessing Trade Agendas in the US Presidential Campaign*». Septiembre 2016, p. 6, Table 1.1.

Taleb, N. (2007): «The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable», *The New York Times*. 22 de abril de, 2007

*Tax Foundation* (2017): «Evaluating the Economic Impact of Additional Government Infrastructure Spending». Enero 2017.



## Notas al pie

1. A nivel global, desde la gran crisis financiera, la deuda se ha incrementado a nivel global en 60 billones de dólares y hoy ya alcanza los \$152 billones, más del doble que el PIB mundial, según el último informe del FMI.

2. US Census.

3. Pese a que durante el mandato de Obama se han creado 9,3 millones de empleos, 11,5 millones de personas (datos hasta 2015), han abandonado la búsqueda activa de empleo. La tasa de desempleo U-6 (la que compara mejor con la EPA) está en el 8,1% según dato de abril de 2017. *Bureau of Labor Statistics*

4. Nassim N. Taleb, «The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable», The New York Times, 22 de abril de 2007: <http://www.nytimes.com/2007/04/22/books/chapters/0422-1st-tale.html>

5. Entre otras cosas, se ha hablado de la derogación (al menos parcial) de la Dodd-Frank Act que desde su aprobación ha sido objeto de muchas críticas.

6. Existe un informe del propio equipo de Trump en donde se evalúa el impacto del grueso de sus propuestas. Navarro, P. y Ross, W., «Scoring the Trump Economic Plan: Trade, Regulation, & Energy Policy Impacts», 29/09/2016. [DonaldJTrump.com](http://donaldjtrump.com)

7. Javier Santacruz, «Temor a un auge del proteccionismo en EE UU», El Economista, 10 de noviembre de 2016.

8. <https://www.donaldjtrump.com/policies/trade>

9. Peterson Institute for International Economics, «Assessing Trade Agendas in the US Presidential Campaign», septiembre 2016, p. 6, Tabla 1.1. Al margen de los límites legales, no son pocos los analistas que han subrayado una posible moderación de los planes de Trump. Arthur Laffer, ha señalado que «Trump no será tan proteccionista como ha dicho en la campaña». Chris

Giles, «Supply-side guru Arthur Laffer hails Trump's tax policy», Financial Times, 7/12/2016.

10. «Mr. Trump's plan would cut taxes by \$11.98 trillion over the next decade on a static basis. However, the plan would end up reducing tax revenues by \$10.14 trillion over the next decade when accounting for economic growth from increases in the supply of labor and capital» Cole, Alan: «Details and Analysis of the Donald Trump Tax Reform Plan». septiembre, 2016.

11. Laffer, Arthur, «The Laffer Curve: Past, Present and Future», The Heritage Foundation, June 1, 2004. Véase también Edwards, Chris, «Corporate Tax Laffer Curve», Cato Institute. Noviembre, 2007.

12. Mertens, K. y M. Ravn: «The Dynamic Effects of Personal and Corporate Tax Changes in the United States», 2012.

13. Alesina, A. y Silvia Ardagna, «Large Changes in Fiscal Policy: Taxes Versus Spending», NBER working paper 15438, 2009.

14. «Fiscal Policy and Long-Term Growth», IMF Policy Paper, Fondo Monetario Internacional. Junio, 2015.

15. <http://federal-budget.insidegov.com/>

16. «Trump Versus Clinton on Infrastructure», Wilbur Ross y Peter Navarro, 27 de octubre de 2016.

17. Tax Foundation, «Evaluating the Economic Impact of Additional Government Infrastructure Spending». Enero, 2017.

18. Último escenario base del FMOC de la Reserva Federal, septiembre de 2016: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcprojtabl20160921.htm>.

19. Javier Santacruz: «Trump recaudará por IRPF más de lo que perderá por Sociedades», El Economista. 28/04/2017

20. Con 52 escaños en el Senado, cualquier iniciativa legislativa necesitará un apoyo casi unánime de los republicanos del Congreso para

alcanzar incluso la mayoría simple que sería la necesaria, por ejemplo, para cualquier reforma tributaria. Es de esperar que una parte significativa de la bancada republicana se oponga a planes que pueda comprometer (aún más) el déficit público y la deuda.

21. Pasaron entre 6 y 9 meses antes de que, por ejemplo, las reformas fiscales ('tax cuts') de Reagan y de W. Bush se implementasen tras su toma de posesión. Cabe esperar un periodo similar para con los planes de estímulo del presidente Trump.

#### Agradecimientos

Queremos agradecer al Institut d'Estudis Financers y, particularmente, al Observatori de Divulgació Financera su confianza y apoyo.

#### Sobre el autor

Lorenzo Bernaldo de Quirós es presidente de Freemarket Corporative Intelligence. Autor de "Por una Derecha Liberal" en Ediciones Deusto.

Javier Santacruz Cano es profesor de Economía (Essex, UK), formador financiero y consultor estratégico.

# Otras publicaciones ODF

Mar	2017	DT	Indicadores de coyuntura en un nuevo entorno económico	Ramon Alfonso
Ene	2017	NT	La protección del inversor en las plataformas de crowdfunding vs productos de banca tradicional	Álex Plana y Miguel Lobón
Oct	2016	NT	Basilea III y los activos por impuestos diferidos	Santiago Beltrán
Sep	2016	DT	El Venture Capital como instrumento de desarrollo económico	Ferran Lemus
Jul	2016	DT	MAB: Una alternativa de financiación en consolidación	Jordi Rovira
Jun	2016	NT	Brasil, un país de futuro incierto	Carlos Malamud
May	2016	DT	La evolución de la estrategia inversora de los Fondos Soberanos de Inversión	Eszter Wirth
Abr	2016	DT	Shadow Banking: Money markets' odd relationship with the law	David Ramos Muñoz
Mar	2016	DT	El papel de la OPEP ante los retos de la Nueva Economía del Petróleo	José M <sup>a</sup> Martín-Moreno
Feb	2016	NT	Guerra de divisas: los límites de los tipos de cambio como herramienta de política económica. Un análisis a partir de los ICM	David Cano
Ene	2016	DT	1+1=3 El poder de la demografía. UE, Brasil y México (1990-2010): demografía, evolución socioeconómica y consecuentes oportunidades de inversión	Pere Ventura Genescà
Nov	2015	DT	¿Un reto a las crisis financieras? Políticas macroprudenciales	Pablo Martínez Casas
Oct	2015	NT	Educación Financiera: ¿un verdadero estímulo para la economía?	Aleix Soler Carreras
Sep	2015	NT	Revitalizando el mercado de titulaciones en Europa	Rosa Gómez Churruga Olga I. Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	Ganancias de competitividad y deflación en España	Miguel Cardoso Lecourtois
Ene	2015	DT	Mercado energético mundial: desarrollos recientes e implicaciones geoestratégicas	Josep M. Villarrúbia
Dic	2014	DT	China's debt problem: How worrisome and how to deal with it?	Alicia García y Le Xía
Nov	2014	NT	Crowdequity y crowdlending: ¿fuentes de financiación con futuro?	Pilar de Torres
oct	2014	NT	El bitcoin y su posible impacto en los mercados	Guillem Cullerés
sep	2014	NT	Regulación EMIR y su impacto en la transformación del negocio de los derivados OTC	Enric Ollé
mar	2014	DT	Finanzas islámicas: ¿Cuál es el interés para Europa?	Celia de Anca
dic	2013	DT	Demografía y demanda de vivienda: ¿En qué países hay un futuro mejor para la construcción?	José María Raya
nov	2013	DT	El mercado interbancario en tiempos de crisis: ¿Las cámaras de compensación son la solución?	Xavier Combis
sept	2013	DT	CVA, DVA y FVA: impacto del riesgo de contrapartida en la valoración de los derivados OTC	Edmond Aragall
may	2013	DT	La fiscalidad de la vivienda: una comparativa internacional	José María Raya
abr	2013	NT	Introducción al mercado de derivados sobre inflación	Raúl Gallardo
abr	2013	DT	Internacionalización del RMB: ¿Por qué está ocurriendo y cuáles son las oportunidades?	Alicia García Herrero
feb	2013	DT	Después del dólar: la posibilidad de un futuro dorado	Philipp Bagus
nov	2012	NT	Brent Blend, WTI... ¿Ha llegado el momento de pensar en un nuevo petróleo de referencia a nivel global?	José M. Domènech
oct	2012	L	Arquitectura financiera internacional y europea	Anton Gasol
sep	2012	DT	El papel de la inmigración en la economía española	Dirk Godenau

jun	2012	DT	Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF	José María Raya
abr	2012	NT	Los entresijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)	Ignacio Fernández
mar	2012	M	La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales	César Villazon Lina Salou
dic	2011	NT	La inversión socialmente responsable. Situación actual en España	M <sup>a</sup> Ángeles Fernández Izquierdo
dic	2011	NT	Relaciones de agencia e inversores internacionales	Aingeru Sorarrain Olga del Orden
oct	2011	NT	De la heterodoxia monetaria a la herodoxia fiscal	Sergi Martrat
jun	2011	DT	Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias	Rafael Hurtado
may	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
mar	2011	NT	Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles	Alejandro Scherk
dic	2010	NT	Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿cuándo utilizarlos?	Juan Mascareñas Marcelo Laporati
nov	2010	NT	Cuando las ventajas de los TIPS son superadas por las desventajas: el caso argentino	M Belén Guercio
oct	2010	DT	Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática	Jordi Planagumà
jun	2010	DT	Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito	Antoni Vidiella
mar	2010	NT	La reforma de la regulación del sistema financiero internacional	Joaquín Pascual Cañero
feb	2010	NT	Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito	M Elisa Escolà Juan Carlos Giménez
feb	2010	NT	Diferencias internacionales de valoración de activos financieros	Margarita Torrent
ene	2010	DT	Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis	David Martínez Turégano
ene	2010	NT	La morosidad de bancos y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios	Margarita Torrent
nov	2009	DT	Análisis del TED spread la transcendencia del riesgo de liquidez	Raül Martínez Buixeda

M: Monográfico

DT: Documento de Trabajo

NT: Nota Técnica

L: Libro