

El impacto de las políticas económicas de Donald Trump

Juan Carlos Berganza y Pilar L'Hotellerie-Fallois*

La victoria de Donald Trump en las recientes elecciones presidenciales de EE.UU. va a suponer la aplicación de un programa económico heterodoxo, que se aparta en gran medida de las líneas por las que ha discurrido la política económica de EE.UU. en las últimas décadas. Además, dado el peso de la economía norteamericana a nivel mundial y sus profundas interrelaciones comerciales y financieras con el resto del mundo, la trascendencia global de este cambio es difícil de imaginar. Valorar con exactitud las consecuencias de las políticas anunciadas por Donald Trump sobre las perspectivas económicas de EE.UU. y del mundo es una tarea imposible, en el momento actual, debido a la amplitud y profundidad de los cambios anunciados y a la incertidumbre sobre cómo se concretarán. Por el momento, lo que se espera es que en el terreno económico la acción se centre en torno a un impulso fiscal (resultado de bajadas impositivas y de un mayor gasto en infraestructuras y defensa) y en la puesta en práctica de una serie de medidas proteccionistas, en el terreno comercial y de inmigración, posiblemente acompañadas de un desarme regulatorio.

Los primeros días de la nueva presidencia han venido marcados por la firma de numerosos decretos ejecutivos, que solo confirman la voluntad de aplicar las políticas anunciadas, sin aportar todavía información suficiente. Además, aunque se puedan valorar algunas iniciativas por separado, el impacto conjunto dependerá no solo de cómo se concreten sino de la secuencia en que lo

hagan, puesto que no todas operan en la misma dirección y sus efectos están interrelacionados.

La incertidumbre limita, por tanto, la profundidad del análisis. En estas circunstancias, para fundamentar mejor los comentarios que siguen, empezaremos por describir en qué situación se encuentra la economía de EE.UU. al inicio de la

* Los autores pertenecen a la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales del Banco de España y agradecen los comentarios de Ángel Estrada, Ignacio Hernando, José Manuel Marqués, Pedro del Río y Daniel Santabábara, y el apoyo técnico de Roberto Pascual y Luis Molina. Las opiniones contenidas en este artículo son responsabilidad exclusiva de los autores y no reflejan la posición del Banco de España ni del Eurosistema.

Administración Trump. A continuación valoraremos con mayor detalle las medidas anunciadas y, posteriormente, abordaremos, de forma muy general, algunas implicaciones a nivel internacional. Por último, se incluyen unos breves comentarios finales.

La situación de la economía de EE.UU. al final del mandato de Obama

La recuperación de la peor crisis económica después de la Gran Recesión está ganando solidez en EE.UU.: como muestra el gráfico 1 el crecimiento está siendo sostenido, algo por encima del 2,5% anualizado en el segundo semestre de 2016; la inflación converge hacia el objetivo de la Reserva Federal del 2%, tras estar estancada en tasas excesivamente bajas; y la tasa de paro se sitúa en niveles próximos al pleno empleo, ligeramente por debajo del 5%, como se puede ver en el gráfico 2. Los indicadores disponibles muestran que en este momento la brecha de producto (*output gap*) de la economía de EE.UU. estaría prácticamente cerrada, indicando que el margen de expansión adicional desde el punto de vista

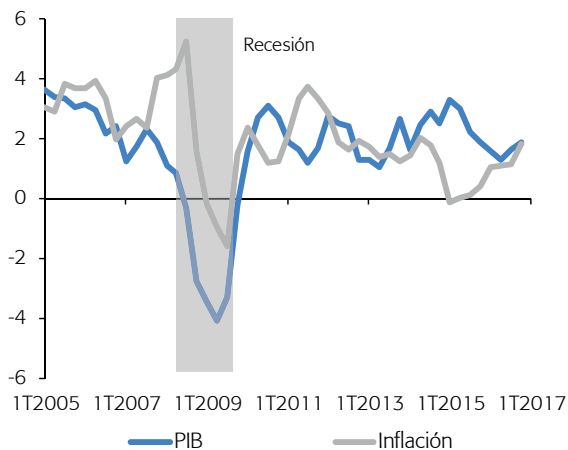
cíclico es reducido (Álvarez, 2017). Todo ello se ha producido sin generar desequilibrios macroeconómicos significativos, si bien la situación fiscal presenta riesgos para la sostenibilidad en el largo plazo (gráfico 3).

Cabe recordar que la política monetaria ha proporcionado un apoyo muy importante a este

Gráfico 1

PIB e inflación

(tasas de crecimiento interanual)

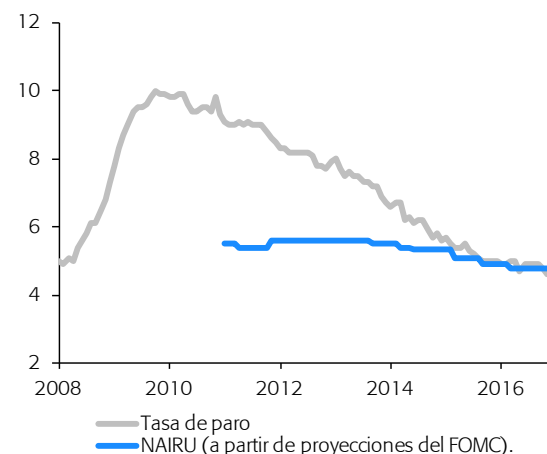


Fuentes: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics.

Gráfico 2

Tasa de paro y NAIRU (FOMC)

(en porcentaje)

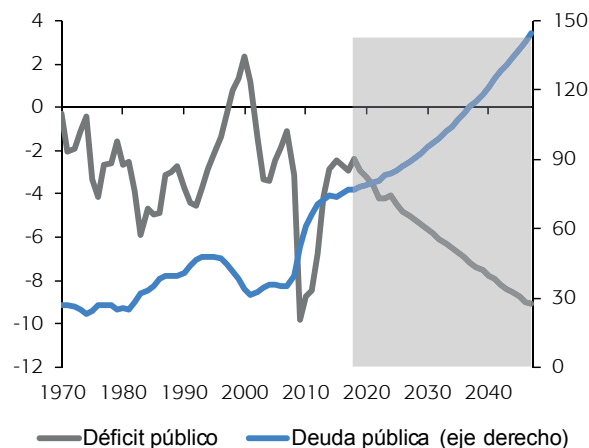


Fuentes: Bureau of Labor Statistics, FOMC.

Gráfico 3

Evolución y proyecciones a largo plazo del déficit y la deuda pública federal

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Congressional Budget Office.

proceso de recuperación, agotando prácticamente sus márgenes de maniobra. Así, los tipos de interés oficiales se han mantenido en niveles próximos a cero entre diciembre de 2008 y diciembre de 2015 (cuando la Reserva Federal empezó a incrementarlos muy gradualmente) y se han aplicado medidas no convencionales (como la expansión del balance de la Reserva Federal) cuando el margen de bajada de tipos se había agotado.

Sin embargo, la recuperación solo ha permitido alcanzar tasas de crecimiento comparativamente reducidas en relación con el pasado. Detrás de este resultado se encuentran: un ritmo históricamente bajo de avance de la productividad y un crecimiento de la población cada vez menor (gráfico 4), tendencias que ya venían detectándose desde antes de la Crisis Financiera Global (CFG). Otra característica a destacar es que se ha producido un aumento de la desigualdad (en términos de renta, de riqueza y geográficos), que se relaciona, en gran parte, con la pérdida de empleos en muchos sectores, sobre todo manufactureros. El cambio tecnológico y, en menor medida, la globalización han conducido a una polarización del mercado de trabajo, de forma que los empleos se han ido concentrando en las colas de la distri-

bución de cualificación laboral, perdiéndose puestos de trabajo de cualificación media (Tüzemen y Willis, 2013).

La recuperación económica solo ha permitido alcanzar tasas de crecimiento comparativamente más reducidas que en el pasado. Las políticas más apropiadas deberían dirigirse a incentivar la inversión pública y privada, permitir una mejora de la productividad, elevar el crecimiento potencial de la economía y reducir posibles fuentes de inestabilidad financiera; así como políticas redistributivas para reducir la desigualdad.

El aumento de la desigualdad, junto con el bajo crecimiento de la productividad, han llevado a que la renta de la mayoría de los hogares haya crecido muy poco en las tres últimas décadas. Así, dada la evolución observada de la productividad y la población, se estima que si no hubiera aumentado la desigualdad entre 1973 y 2013 la renta del hogar mediano hubiera sido un 18% superior en ese último año (Council of Economic Advisers, 2015).

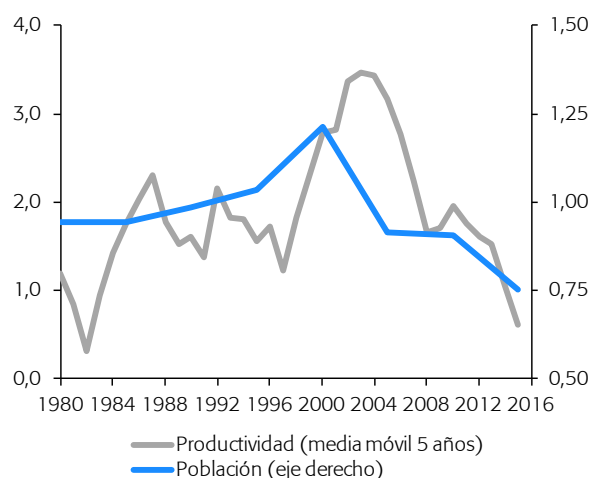
El bajo crecimiento ha coincidido con un descenso tendencial de los tipos de interés nominales y reales, que están en niveles mínimos históricos. Esto ha llevado a algunos economistas a hablar de un estancamiento secular de la economía, resultado de una insuficiencia prolongada de demanda, a la que pueden haberse añadido fenómenos de histéresis que han debilitado el potencial de crecimiento (Summers, 2014). Esto explicaría también las dificultades para normalizar el tono de la política monetaria, es decir, para devolver los tipos de interés hacia los niveles previos a la crisis.

¿Qué políticas económicas serían apropiadas en las circunstancias actuales de la economía de EE.UU.? Por un lado, políticas que incentiven la inversión pública y privada, y permitan mejorar la productividad, elevar el crecimiento potencial de la economía y reducir posibles fuentes de inesta-

Gráfico 4

Productividad y crecimiento de la población

(tasas de crecimiento interanual)



Fuentes: Bureau of Economic Analysis, Naciones Unidas.

bilidad financiera. Por otro, una combinación de políticas macroeconómicas (un *policy mix*) que bascule menos hacia la política monetaria y más hacia la política fiscal, sin por ello introducir un mayor impulso expansivo, puesto que la situación cíclica de la economía no parece justificarlo.

En particular, una política fiscal que fomente las infraestructuras públicas, la educación y la I+D aparece como un instrumento adecuado para elevar la productividad y el crecimiento potencial de la economía estadounidense, y para mejorar la empleabilidad de aquellos que pierden su trabajo. No obstante, este énfasis fiscal, que también permitiría un *policy mix* más equilibrado, debe hacerse sin olvidar los elevados niveles de deuda y déficit públicos proyectados en el medio plazo para EE.UU. (gráfico 3), que limitan la posibilidad de usar la política fiscal como un mecanismo de estabilización sin poner en riesgo la sostenibilidad.

También son necesarias políticas redistributivas para combatir la desigualdad (la no renovación de los recortes impositivos de Bush, que expiraban a finales de 2012, fue ya en esa dirección). La implantación de mecanismos de aseguramiento frente a las fuentes de incertidumbre, como el desarrollo de sistemas de protección social y de reducción de fuentes de inestabilidad financiera, es también importante para reforzar la demanda y reducir el malestar en torno a los costes de la crisis. Algunas medidas adoptadas por la anterior Administración (como la ley de reforma sanitaria *Affordable Care Act*, también conocida como *Obamacare*, y la Ley Dodd-Frank) iban en esta dirección, aunque presentaran aspectos, sin duda, mejorables.

Las propuestas económicas de Trump: valoración y posibles consecuencias en EE.UU.

Por el momento, las medidas de actuación anunciadas en el terreno fiscal se centran en: una reforma radical del impuesto de sociedades (con una rebaja drástica del tipo legal, del 35% al 15%, desgravación del 100% de los gastos de inversión en el año en que se realiza, desaparición de la deducción por gastos de intereses e incentivos a la repatriación de beneficios)¹; una rebaja del impuesto sobre la renta (con mayor reducción para las rentas más altas)²; un plan de infraestructuras, sin concretar (posiblemente con elementos de financiación pública e incentivos para la

El conjunto de propuestas planteado por el presidente Trump puede llevar fácilmente a un escenario de recalentamiento, con un repunte fuerte de la inflación y consiguiente reacción de la política monetaria, y una ampliación de los desequilibrios macroeconómicos a medio y largo plazo, tanto en el plano fiscal, como en el externo, que obliguen a un posterior ajuste.

financiación privada); y un aumento del gasto en defensa, con posibles recortes compensadores de otras partidas de gasto. En suma, un impulso fiscal para la economía de EE.UU. que puede ser muy sustancial.

Sin duda, algunas de estas propuestas van en la dirección que señalábamos en la sección ante-

¹ Referente a la reforma del impuesto de sociedades, también se está considerando una propuesta realizada por la mayoría republicana en la Cámara de Representantes (http://abetterway.speaker.gov/_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf), que supondría un cambio radical del actual impuesto puesto que gravaría el flujo de caja de las empresas incorporando el conocido como "ajuste en fronteras", pues solo estaría sujeto al impuesto el flujo de caja generado en territorio estadounidense. Por tanto, las exportaciones no estarían incluidas en los ingresos y las importaciones no se podrían considerar un coste deducible.

² El impuesto sobre la renta pasaría de siete a tres tramos impositivos (12%, 25% y 33%; siendo 39,6% el máximo actualmente), aumentaría la cuantía de la deducción fiscal estándar, las ganancias de capital y dividendos pasarían a gravarse a un tipo impositivo máximo del 20%, se eliminaría el impuesto federal de patrimonio y sociedades, así como el impuesto a las rentas elevadas para ayudar a la financiación de las subvenciones recogidas en la *Obamacare* a la contratación de seguros médicos de los hogares con rentas más bajas.

rior: el mayor énfasis en la política fiscal, el desarrollo de infraestructuras, la necesaria reforma del impuesto de sociedades, que impulse la inversión privada, y un tratamiento fiscal menos favorable de la deuda, que incentive una estructura de financiación menos inclinada al apalancamiento.

La intensidad del impacto positivo de estas medidas sobre la demanda agregada dependerá del grado en el que sean compensadas por reducciones en otras partidas del gasto público y de la forma en la que se apliquen. En ese sentido, los impulsos fiscales que aumentan directamente el consumo público y, especialmente, la inversión pública, o que reducen los impuestos de los hogares con una mayor propensión marginal al consumo tienen un mayor efecto multiplicador, es decir, generan una respuesta mayor de la demanda agregada (*Congressional Budget Office, 2015*). Dado que, como hemos señalado, la economía estadounidense se sitúa en un punto avanzado en el ciclo económico, este impulso fiscal

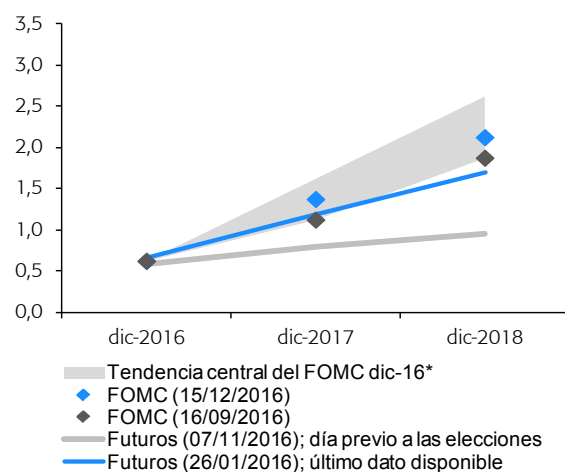
intensificará las presiones inflacionistas y llevará a aumentos más rápidos de los tipos de interés oficiales en el futuro, dando lugar a un *policy mix* más equilibrado, en principio, que el de los últimos años.

De hecho, los mercados financieros ya adelantan ese escenario de subidas más rápidas de tipos de interés, como muestran los futuros sobre los tipos de los fondos federales (gráfico 5), los tipos de interés de largo plazo (gráfico 6) y la apreciación del dólar que se han observado desde la elección del presidente Trump (gráfico 7). No obstante, cuanto menor sea el margen de recuperación cíclica de la economía (sobre el que existe notable incertidumbre) y mayor el impulso fiscal, mayores serán las presiones inflacionistas sobre la economía y más intensas la reacción restrictiva de la política monetaria y la apreciación del dólar³. Además, estas medidas fiscales pueden empeorar los problemas ya existentes de sostenibilidad fiscal, reforzando el aumento de los tipos de interés de largo plazo (Laubach, 2009). Todo ello genera riesgos para la estabilidad financiera tanto dentro como, sobre todo, fuera de EE.UU.

Gráfico 5

Tipos de interés de los fondos federales: futuros en los mercados financieros y proyecciones del FOMC (mediana y rango)

(en porcentaje)



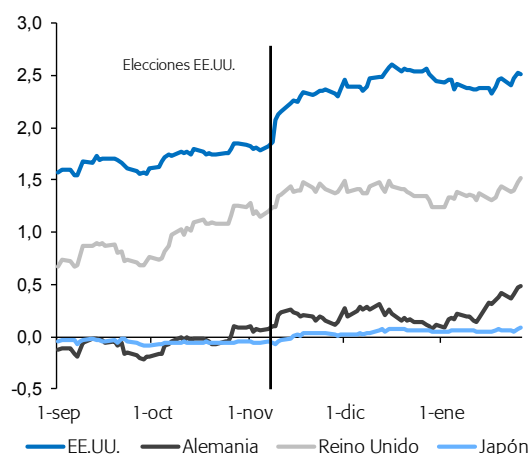
Nota: *Excluye las tres proyecciones más altas y las tres más bajas.

Fuentes: Reserva Federal y Datastream.

Gráfico 6

Tipos de interés de los bonos a 10 años

(en porcentaje)



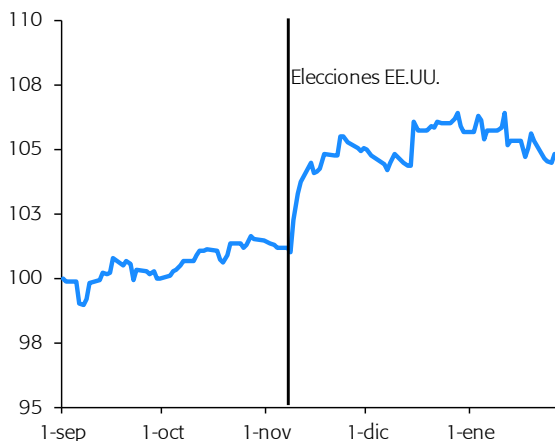
Fuentes: Datastream.

³ Este margen se puede ver ampliado si las políticas fiscales conducen a un aumento del producto potencial de la economía.

Gráfico 7

Tipo de cambio efectivo nominal del dólar

(1-sept-2016 = 100)



Fuente: Datastream.

El presidente Trump también se propone poner en práctica una política comercial proteccionista. Entre las medidas anunciadas durante su campaña electoral se encuentran: el rechazo al Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica (TPP, por sus siglas en inglés)⁴ y la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés)⁵; la declaración de China como manipulador del tipo de cambio; la imposición de aranceles sobre las importaciones chinas (45%) y mexicanas (35%); y la posibilidad de un impuesto compensatorio en frontera, que en algunos aspectos se podría considerar similar a la figura de un arancel.

Es difícil encontrar un lado positivo al mayor proteccionismo, pues, al añadir barreras a la competencia y a la reasignación de recursos, revertiría las ganancias de la globalización y conduciría a un menor crecimiento –corriente y potencial– del PIB.

A ello habría que añadir el impacto de una política inmigratoria más restrictiva, que llevaría a un descenso del factor trabajo (con la consiguiente caída del crecimiento potencial), agravando el proceso de envejecimiento de la población estadounidense, sin necesariamente incentivar la participación en el mercado laboral de los residentes en el país. De hecho, no cabe pensar que el cierre de fronteras lleve a una repatriación significativa de puestos de trabajo en los sectores manufactureros, en la medida en la que los empleos perdidos se deben más al cambio tecnológico que a la competencia de terceros países (Muro, 2016). Es más, la reducción de la oferta de productos que puede resultar de las restricciones comerciales tenderá a intensificar las presiones inflacionistas y, posiblemente, la reacción restrictiva de la política monetaria, especialmente en una situación cíclica como la actual en la que la brecha de producción es prácticamente cero.

Otra propuesta del nuevo presidente es retirar la reforma sanitaria conocida popularmente como *Obamacare*⁶. Aunque se ha anunciado su sustitución por otro esquema que todavía no se ha hecho público, el rechazo de muchos aspectos de *Obamacare* puede agravar la desigualdad social y la incertidumbre, un efecto que se vería reforzado por la reforma impositiva sobre la renta, que, tal y como está anunciada, favorecería en mayor medida a las rentas más altas.

Un último grupo de medidas a reseñar es el desarme de la reforma regulatoria del sistema financiero (la Ley Dodd-Frank), en aspectos todavía no definidos. Más allá de que esta ley pueda contener algunos aspectos cuestionables, desmontar la reforma financiera puede llevar en el futuro a comportamientos excesivos del crédito que eleven los riesgos para la estabilidad finan-

⁴ El *Trans-Pacific Partnership* es un tratado de libre comercio entre doce países del Pacífico que se firmó en febrero de 2016 pero que aún no ha entrado en vigor por no haber sido aprobado por algunas cámaras legislativas como, por ejemplo, el Congreso de Estados Unidos. Uno de los decretos ejecutivos firmado por el presidente Trump en los primeros días tras su toma de posesión suponía la salida de Estados Unidos de ese tratado.

⁵ Se trata de un acuerdo entre Canadá, Estados Unidos y México para crear una zona de libre comercio y entró en vigor el 1 de enero de 1994.

⁶ Otro de los decretos ejecutivos firmado por el presidente Trump en los primeros días tras su toma de posesión emplazaba a las agencias federales a que disminuyan en todo lo posible el coste financiero que supone *Obamacare*.

ciera y acaben desembocando en crisis financieras más frecuentes y/o más profundas. Además se produciría una fragmentación regulatoria con otros países, distorsionando así los movimientos de capitales.

En resumen, la introducción del conjunto de propuestas planteadas por el presidente Trump tendría notables implicaciones sobre la economía estadounidense, con un balance altamente incierto, dependiendo de la formulación concreta y de la secuenciación de las medidas, sin que puedan excluirse efectos negativos significativos. La radicalidad, multiplicidad e interacción de los cambios propuestos generan riesgos elevados. Por el momento, analistas privados e instituciones como el FMI⁷ han elevado sus previsiones de crecimiento del PIB y de inflación de la economía estadounidense para 2017 y 2018, como consecuencia de los resultados electorales, si bien con cambios modestos.

Por su parte, los mercados financieros han tendido a hacer una lectura optimista de la agenda del nuevo presidente. Como se apuntaba antes y se recoge en los gráficos 6 y 7, se han observado aumentos de los tipos de interés y una apreciación

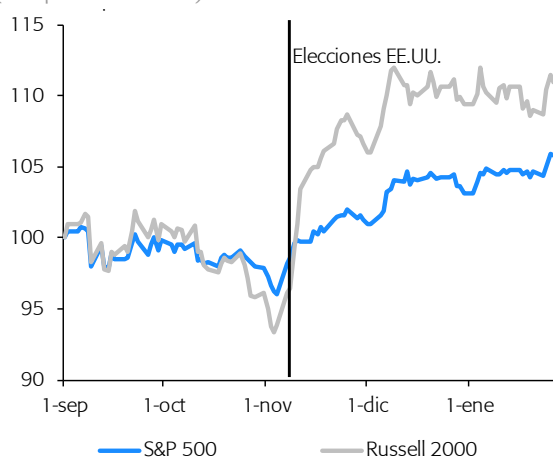
del dólar y, como muestra el gráfico 8, la bolsa está en máximos históricos, apoyada en comportamientos especialmente alcistas de aquellos sectores que se verían más beneficiados por las políticas anunciadas⁸. De hecho, dado que Donald Trump ha subrayado que la creación de empleo es un objetivo importante de su presidencia y tendrá que obtener resultados claros en ese terreno, un escenario bastante probable es el de una aceleración de la economía en el corto plazo, apoyada en un repunte de la inversión privada –impulsada, a su vez, por los recortes impositivos para las sociedades y una regulación más laxa– que sustente la generación de empleo.

No obstante, con la economía estadounidense cerca del pleno empleo, esta dinámica puede llevar fácilmente a un escenario de recalentamiento, con un repunte fuerte de la inflación y consiguiente reacción de la política monetaria, y una ampliación de los desequilibrios macroeconómicos a medio y largo plazo, tanto en el plano fiscal, con un mayor endeudamiento, como en el externo, que obliguen a un posterior ajuste. En el otro extremo, algunos analistas destacan cómo la mejora de la confianza y el impulso inversor (*animal spirits*) pueden dar lugar a un círculo virtuoso de mayor productividad y a un aumento del crecimiento potencial. Los riesgos, en cualquier caso son sustanciales.

Gráfico 8

Índices bursátiles

(1-sept-2016 = 100)



Fuente: Datastream.

El impacto de las políticas de Trump sobre la economía global

La economía de EE.UU., además de su gran tamaño, está fuertemente integrada económica y financieramente con el resto del mundo (Banco Mundial, 2017). EE.UU. representa el 22% del PIB mundial (a tipos de cambio de 2015), el 11% del comercio mundial, el 12% de los flujos bancarios transfronterizos y el 35% de la capitalización bursátil global. Además, es el principal acreedor y deudor a nivel global. Su moneda, el dólar, es la más utilizada en transacciones comerciales y financieras; un porcentaje muy elevado de las

⁷ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/update/01/index.htm>

⁸ El índice Russell 2000 incluye empresas con poca exposición fuera de Estados Unidos.

reservas internacionales se mantiene en dólares y muchos países vinculan el tipo de cambio de sus monedas al dólar.

Por lo tanto, las políticas aplicadas en Estados Unidos se transmitirán hacia otras economías a través de múltiples y potentes canales, de naturaleza diversa: reales, financieros y de confianza. No obstante, si ya resulta difícil aquilatar el impacto de las políticas de Donald Trump sobre la economía de EE.UU., los impactos globales son aún más complicados de valorar, pues dependen además de la reacción de otros países.

El impacto en los mercados financieros internacionales se ha percibido con rapidez, con importantes alzas en las bolsas de las economías desarrolladas, aumentos de los tipos de interés, en sintonía con los de EE.UU., y la depreciación de la mayoría de las monedas frente al dólar. En general, como en el caso de los mercados de EE.UU., estas reacciones responden a una percepción positiva del impacto económico de las medidas de Trump. En la medida en que otro tipo de políticas menos favorables al crecimiento gane plausibilidad a los ojos de los mercados, y aumente la incertidumbre económica y política a nivel global, podrían aparecer escenarios de mayor aversión al riesgo y de huida hacia la calidad, con el consiguiente aumento de las primas de riesgo. Estos escenarios plantean riesgos particularmente acusados para algunas economías emergentes.

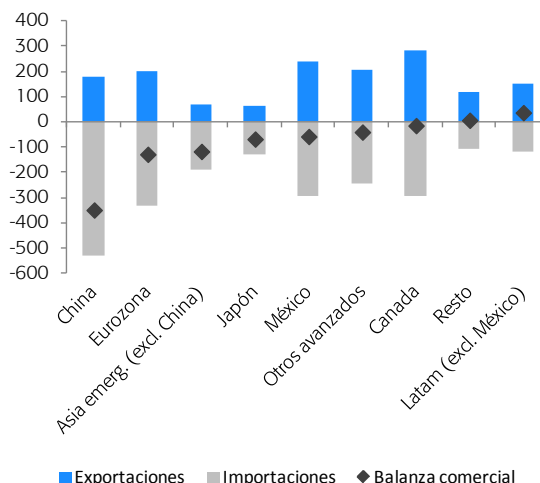
Un mayor crecimiento en EE.UU., derivado de una política fiscal más expansiva, y la apreciación del dólar estimularán las exportaciones de los socios comerciales de EE.UU. Estos efectos positivos podrían verse contrarrestados, en una medida difícil de precisar, por la mayor incertidumbre y el mayor proteccionismo comercial de EE.UU.

En el terreno de los impactos sobre la actividad y el comercio, un mayor crecimiento en EE.UU., derivado de una política fiscal más expansiva, y la apreciación del dólar estimularán las exportacio-

Gráfico 9

Exportaciones hacia e importaciones desde EE.UU. (2015)

(miles de millones de dólares)



Fuente: IMF Dots.

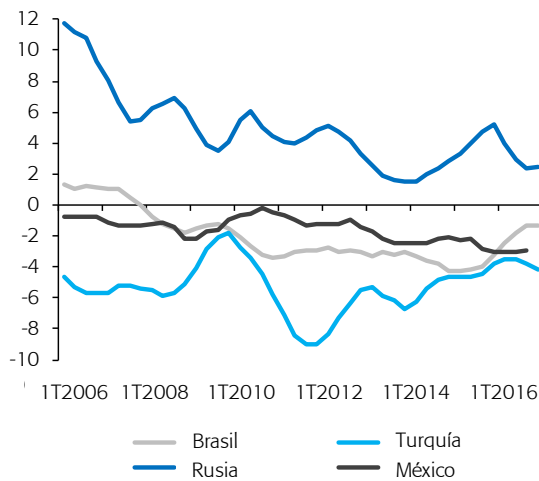
nes de los socios comerciales de EE.UU. (véase el gráfico 9). Estos efectos positivos podrían verse contrarrestados, en una medida difícil de precisar, por la mayor incertidumbre y el mayor proteccionismo comercial de EE.UU., posiblemente reforzado por las reacciones defensivas de otros países, que incidirían negativamente sobre el volumen global de intercambios. En este proceso, que llevaría a un menor crecimiento del comercio y de la actividad globales, habrá ganadores y perdedores, dependiendo de las acciones concretas que adopte EE.UU. (mayores aranceles a determinados países, como China y México, o acciones proteccionistas más generales), de la capacidad de otros países de sustituir las importaciones procedentes de los países más castigados, y de la composición del comercio de cada país.

El impacto sobre los mercados de materias primas es también incierto. La implementación del plan de infraestructuras impulsará la demanda de materias primas y podría favorecer a los países más dependientes de su exportación. Por su parte, la exportación de bienes intermedios a Estados Unidos se podría ver favorecida por el probable aumento de la inversión privada y en infraestruc-

Gráfico 10

Balanza por cuenta corriente

(saldo en porcentaje del PIB)



Fuente: Bancos centrales.

turas, si bien puede haber una preferencia por los productos de origen interno, tal y como ha incluido el presidente Trump en algunos de sus primeros decretos ejecutivos.

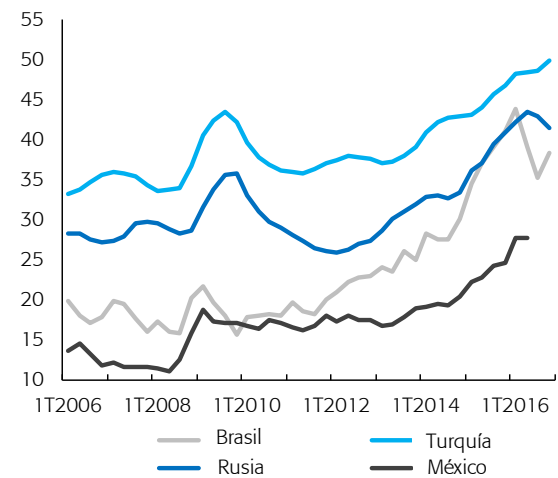
Las economías emergentes se enfrentan a retos particularmente agudos en este contexto. En algunos casos, sus autoridades han reaccionado con un endurecimiento de la política monetaria (p.e., en México) para frenar la salida de capitales y el aumento de los costes de financiación. El fortalecimiento del dólar frente a las monedas emergentes tendrá implicaciones particularmente negativas para las más vulnerables y con mayor dependencia de la financiación exterior (gráficos 10 y 11), como Brasil o Turquía, o más ligadas al ciclo de tipos de interés norteamericano, como las de América Latina en general, que se enfrentarán a unas condiciones financieras más duras. Adicionalmente, la apreciación del dólar puede dar lugar a efectos de balance adversos en aquellas economías con un elevado endeudamiento en dólares.

La evolución de los mercados emergentes también podría verse condicionada por el cambio en las prioridades geoestratégicas de EE.UU.: Rusia se vería beneficiada, mientras que los países árabes y

Gráfico 11

Deuda externa

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Bancos centrales.

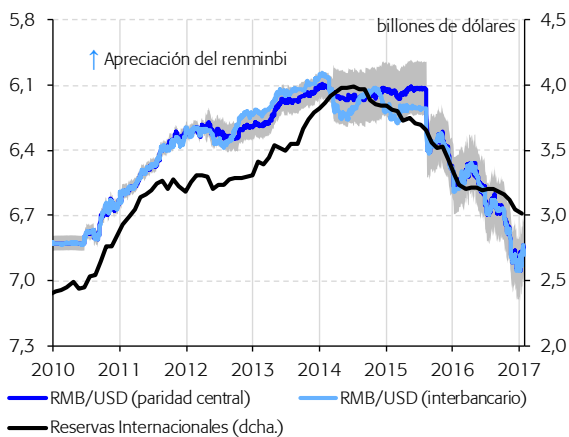
Turquía resultarían perjudicados respecto al *status quo* actual; Corea y otras economías asiáticas se verían perjudicadas por las intenciones de reducir la presencia norteamericana en la zona.

En el caso de China, las consecuencias finales de una potencial guerra comercial con EE.UU. se entrecruzan con las derivadas de la retirada de EE.UU., del TPP y la mayor capacidad de China para dominar comercialmente la región asiática. Por otra parte, desde el punto de vista financiero cabe recordar que las autoridades chinas han intervenido en los mercados cambiarios y han establecido algunos controles de capital para frenar las presiones depreciatorias sobre el renminbi (gráfico 12) y la salida de capitales durante 2016, presiones que podrían verse intensificadas en el contexto actual. En todo caso, a pesar del descenso observado desde 2014, China es el principal tenedor de reservas internacionales (3 billones de dólares), con un porcentaje elevado de las mismas en deuda pública de EE.UU., y con el potencial, por tanto, de afectar a los tipos de interés en EE.UU., mediante cambios en su composición.

Finalmente, en el ámbito de las relaciones comerciales internacionales, las implicaciones

Gráfico 12

Tipo de cambio del renminbi frente al dólar y reservas internacionales

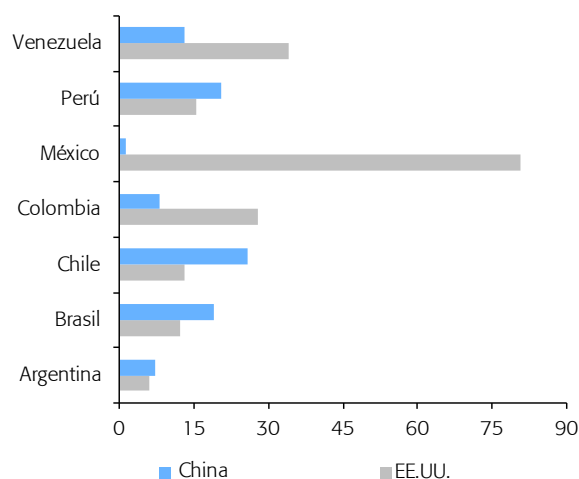


Fuente: Datastream y CEIC.

Gráfico 13

Exportaciones hacia China y Estados Unidos

(en porcentaje del total)



Fuente: FMI.

de las políticas proteccionistas de Donald Trump pueden ser muy sustanciales, con efectos sobre el futuro de los tratados comerciales, más allá de un aumento de los aranceles comerciales de Estados Unidos y de otras medidas proteccionistas (que afectarían también a cuestiones de

inmigración). Se espera, en general, que la presidencia de Trump sea menos favorable al libre comercio que los acuerdos existentes actualmente. Estos efectos negativos afectarían con más

Resulta un tanto sorprendente que, a pesar de la incertidumbre y del aumento consiguiente de la dispersión de las previsiones para EE.UU., la confianza de los agentes económicos no se haya visto afectada y, sobre todo, que los mercados financieros y las bolsas hagan una lectura en general positiva del impacto de la nueva administración.

intensidad a aquellas economías más expuestas al comercio con Estados Unidos, entre ellas algunas de América Latina (gráfico 13) y Asia.

Comentarios finales

Con el ascenso de Donald Trump a la presidencia de EE.UU., se ha producido un aumento muy notable de la incertidumbre sobre los desarrollos económicos futuros y la aparición de riesgos sobre aspectos fundamentales del funcionamiento de la economía de EE.UU., y de la economía mundial, en general. Es cierto que algunos de estos riesgos son al alza y supondrían, de materializarse, un comportamiento mejor que el esperado, pero, en general, la probabilidad de escenarios económicos que deriven en desarrollos muy adversos es elevada, tanto en el caso de EE.UU., como en el de la economía mundial, particularmente afectada por la amenaza del proteccionismo.

Por el momento, esta incertidumbre se está reflejando en un aumento de la dispersión de las previsiones para EE.UU., mientras que los organismos internacionales apenas se han pronunciado sobre los impactos globales. Por ello, resulta un tanto sorprendente que la confianza de los agentes económicos no se haya visto afectada y, sobre todo, que los mercados financieros y las bolsas hagan una lectura en general positiva del impacto de la nueva administración.

Por otra parte, Donald Trump ha llegado a la presidencia aupado por aquellos sectores de la población que se han visto más afectados por la crisis y por todos los cambios estructurales que esta ha puesto de manifiesto. Sin embargo las políticas que preconiza, parecen estar sobre todo a favor de los intereses empresariales y de los segmentos más ricos de la población⁹. De hecho, la implementación de las medidas anunciadas apuntaría a una ampliación de las ratios de desigualdad al cabo de su presidencia. Si no consigue cumplir las promesas que ha hecho a los segmentos más castigados por la crisis, la reacción puede ser muy negativa.

En este sentido cabe recalcar, de nuevo, que la principal amenaza para las clases medias de EE.UU., es la automatización, y que las políticas proteccionistas y migratorias no son una buena solución para ello, sino una adaptación bien diseñada a un entorno tecnológico distinto.

Referencias

ÁLVAREZ, L. J. (2017), "Business cycle estimation with high-pass and band-pass local polynomial regression", *Documentos de Trabajo*, 1702, Banco de España.

BANCO MUNDIAL (2017), "The US economy and the world", *Special Focus, Global Economic Prospects*.

CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE (2015), *Estimated impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output in 2014*.

COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS (2015), *Informe Anual*.

LAUBACH, T. (2009), "New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt", *Journal of the European Economic Association*, 7: 858-85.

MURO, M. (2016), "Manufacturing Jobs aren't coming back", *MIT Technology Review*, noviembre 2016.

SUMMERS, L. (2014), "U.S. economic prospects: secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound", *Business Economics*, 49: 65-73.

STIGLITZ, J. (2016), "Bad news for America's workers", *Project Syndicate*, 19 diciembre.

TÜZEMEN, D., y J. WILLIS (2013), "The vanishing middle: job polarization and workers's response to the decline in middle-skill Jobs", *Economic Review*, primer trimestre de 2013, Reserva Federal de Kansas City.

⁹ Stiglitz se muestra muy crítico con la teoría de *trickle-down prosperity*: los recursos que se asignen a los ricos acabarán beneficiando a toda la sociedad (véase, por ejemplo, Stiglitz, 2016).