

La nueva era Trump: Políticas fiscales

Enero 2025



La nueva era Trump

Enero 2025 — Pedro Pérez, Jefe de Renta Fija y Análisis Macro



El Congreso de los EE.UU. certificaba el primer martes del año la Victoria de Donald Trump, confirmando su regreso al poder el próximo 20 de enero. Dada la expectación levantada por su segundo mandato conviene explicar quién va a estar al cargo de la política económica americana en los próximos cuatro años para entender un poco la trayectoria más probable de las medidas que se puedan implementar. A continuación, detallamos los cuatro personajes más importantes del equipo económico de la Casa Blanca.

Secretario del Tesoro: Scott Bessent

Excelente nombramiento, “super market-friendly”, Bessent tiene una larga carrera profesional en macro hedge funds desde inicios de los 1990s. Las líneas maestras de su visión para EE. UU., al que llama plan 3-3-3 se definen como: 1) reducción del déficit público al 3% del PIB para el 2028, 2) obtener un crecimiento sostenido del 3% a través de un programa de desregulación y tradicionales políticas de oferta y 3) incremento de la producción energética en 3 millones de barriles diarios (equivalentes). Básicamente, música para los oídos de un establishment de Wall Street preocupado por los elevados déficits y la trayectoria de deuda en los próximos 10 años.

Secretario de Comercio: Howard Lutnick

Un tipo duro de la parte menos patricia de Wall Street: el interdealer brokerage. Presidente y accionista mayoritario del grupo Cantor Fitzgerald/BGC, Lutnick es muy cercano a Trump, un hombre con fama de brillante, pero conflictivo. De él dependerán las políticas comerciales y muchas de las políticas de

desregulación de la actividad económica que anhela la base del partido.

Representante de Comercio Exterior: Jamieson Greer

El cargo más importante en el comercio exterior americano, su mandato es definir y aplicar la política comercial americana. Greer es un joven y respetado abogado especialista en derecho comercial internacional. Se le reconoce como protegido de uno de los hombres más influyentes en la política comercial americana desde la administración Reagan, Robert Lighthizer. Es uno de los mayores defensores de la política de “desacoplamiento estratégico” con respecto a China. Esta última propone una drástica reducción de los flujos comerciales (reducción de la dependencia comercial) y una postura en general más agresiva hacia el gigante asiático en todos los ámbitos, incluido el militar. Greer incluso ha sugerido en el pasado quitar a China el estatus de “nación más favorecida” en la WTO¹.

Es bastante probable que la dupla Lutnick-Greer proponga políticas comerciales agresivas, no sólo contra China sino también contra la UE, lo cual tendrá su contrapunto en Scott Bessent, más inclinado a usar los aranceles como arma de negociación que a agresivas guerras comerciales. Esperamos acuerdos bilaterales limitados con la UE, Canadá y México, con restringido impacto arancelario e inflacionario. China es otro cantar. Aunque nosotros somos relativamente escépticos sobre el impacto inflacionario a medio plazo de una subida generalizada de

¹ Organización Mundial del Comercio.

los aranceles, es evidente que todo depende de la magnitud y duración de una potencial guerra comercial. China además tiene la opción de promover una rápida devaluación del yuan chino, como ya ha hecho en el pasado, aunque la debilidad de la demanda doméstica hace que este tipo de políticas sean mucho más caras y complicadas de aplicar que hace 10 años. De momento, nuestro escenario base es el de un aumento moderado y relativamente específico de los aranceles, con políticas de limitación de transferencias de tecnología todavía más agresivas que las que ya ha aplicado la administración Biden. Por ahora, no vemos un shock estanflacionario de magnitud significativa.

El desafío más importante al que se enfrenta la economía americana es el déficit fiscal. Fue, desde luego, un tema fundamental durante la campaña electoral y creemos que será la clave del desempeño de los mercados globales en los próximos dos años. Las expectativas

preelectorales asumían un deterioro del déficit con Trump. La mayoría de los analistas se fijaban únicamente en la propuesta de campaña de reinstaurar, al menos parcialmente, las bajadas de impuestos del TCJA² que expiran a finales de 2025. Sin embargo, si la nueva administración consigue que el Congreso y el Senado controlen el crecimiento desmedido del gasto y una reducción del tamaño del estado, la deuda pública americana añadiría un impulso aún más potente a los activos norteamericanos. Se está poniendo mucho énfasis en la relación de Trump con Elon Musk. Poca gente toma en serio al DOGE, departamento de eficiencia gubernamental por sus siglas en inglés, con Musk y Vivek Ramaswami como guerreros anti-gasto. Puede que no sea un departamento, ni que tenga funciones ejecutivas, pero como el reciente incidente en el que Trump consiguió bloquear a ultimísima hora el acuerdo de consenso en el congreso saliente para evitar el cierre de la administración federal, la influencia de Musk es elevada y el contexto político favorable a políticas de ajuste.

Tabla 1: Estimaciones del CBO

Como % del PIB	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ingresos							
Impuestos sobre la renta	8,1	8,6	8,6	9,2	9,8	9,7	9,7
Impuestos Nómina	6	5,9	5,8	5,9	5,9	5,9	5,9
Impuesto de sociedades	1,6	1,8	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3
Otros	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Total	16,5	17,2	17	17,5	18	18	17,9
Dentro del presupuesto	12	12,8	12,6	13,1	13,7	13,6	13,5
Fuera del presupuesto	4,4	4,4	4,3	4,3	4,4	4,4	4,4
Desembolsos							
Obligatorio	13,9	14,5	13,9	13,9	14	14,4	14,1
Discrecional	6,4	6,3	6,2	6,2	6,1	6	5,9
Intereses Netos	2,4	3,1	3,4	3,4	3,4	3,4	3,5
Total	22,7	23,9	23,5	23,5	23,5	23,8	23,5
Dentro del presupuesto	18,2	19,3	18,7	18,6	18,5	18,7	18,3
Fuera del presupuesto	4,5	4,6	4,8	4,9	5	5,1	5,2
Total déficit (-)	-6,3	-6,7	-6,5	-6	-5,5	-5,9	-5,7
Dentro del presupuesto	-6,2	-6,5	-6,1	-5,5	-4,9	-5,1	-4,8
Fuera del presupuesto	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8
Déficit primario (-)	-3,8	-3,6	-3,1	-2,6	-2,1	-2,4	-2,2
Deuda pública	97,3	99	101,6	104,1	106,2	108,6	110,5

Fuente: Congressional Budget Office. Datos a 31/12/2025.

El problema es que la situación es compleja. En ausencia de medidas de ajuste, el CBO, organismo independiente de responsabilidad fiscal del congreso, estima que los déficits se mantengan cercanos a, o por encima del 6% del PIB hasta el año 2034, con la deuda pública superando el 120% del PIB ese año. Las proyecciones del CBO son consideradas relativamente conservadoras, pero la situación es de todas formas complicada. El crecimiento del gasto público no discrecional y una factura creciente del gasto en intereses han generado un escenario de rápido crecimiento de la deuda, a pesar de tasas de crecimiento del PIB elevadas. El CBO ha publicado recientemente un informe muy detallado con propuestas para la reducción del déficit y es aquí donde vemos bastante potencial de mejora en una administración comprometida con la reducción del tamaño del estado. Los republicanos controlarán el legislativo y el ejecutivo los dos próximos años. Esto hará que los conflictos tradicionales de un legislativo no alineado con el ejecutivo, límite de gasto/cierres del gobierno federal y el techo de deuda (que expira el 1 de enero del 2025), deberían ocupar menos el tiempo de los legisladores y el gobierno. El nuevo congreso tiene todavía más halcones fiscales en el bando republicano, lo cual hace que la implementación de políticas de ajuste, tan notoriamente difíciles de ejecutar en el pasado para congresos republicanos, no sea imposible. Sin embargo, sólo en un cuarto de los últimos 25 años hemos tenido un presupuesto por el procedimiento normal.

Por la ley presupuestaria de 1974, para finales de mayo las dos cámaras y el gobierno deben llegar a un acuerdo de reconciliación del gasto discrecional y del presupuesto básico, llamado "Budget resolution" para el siguiente año fiscal que empieza el 1 de octubre. La ejecución del gasto se organiza a través de 12 leyes de gasto "appropriation bills" correspondientes a los 12 comités de gasto de las cámaras. Cuando no hay acuerdo, lo cual ocurre cada vez más frecuentemente en un parlamento ultra polarizado, la última resolución en vigor se extiende y las cámaras deben crear leyes temporales que se llaman "Continuing resolutions" para financiar las actividades del estado. Es en estos casos cuando se producen los episodios de cierre de la administración federal, aunque en la mayor parte de las ocasiones se han llegado a acuerdos in-extremis. El miedo en el mercado es que el ala más recalcitrante del Partido Republicano en el congreso intente conseguir recortes significativos del gasto y/o reformas de

calado en el gasto no discrecional sin el necesario apoyo de toda la base parlamentaria, en particular en el Senado. La experiencia enseña que un chantaje de este tipo, rara vez funciona y al final se termina por dar una patada adelante en forma de "continuing resolutions". Por tanto, no nos atrevemos a hacer una predicción en cuanto a ajustes fiscales: el liderazgo republicano en las dos cámaras tiene un arduo trabajo por delante. La afirmación de Elon Musk de que se podría recortar el gasto en al menos \$1trn (un 3,4% del PIB) no es seria, pero sí que vemos espacio fiscal para recortar programas, no sólo en el lado del gasto discrecional sino también por el lado de la contención del gasto obligatorio. Musk y Ramaswami ya han apuntado al departamento de educación y a los programas de Medicaid y subsidios sociales como principales objetivos y no descartamos algunas medidas que se pueden aplicar a los programas más políticamente difíciles de ajustar, como son la seguridad social (pensiones) y VA (departamento de veteranos), entre ellas un aumento de la edad de jubilación. Scott Bessent lo va a tener difícil, pero no imposible.

Gráfico 1: Gasto Total 2024

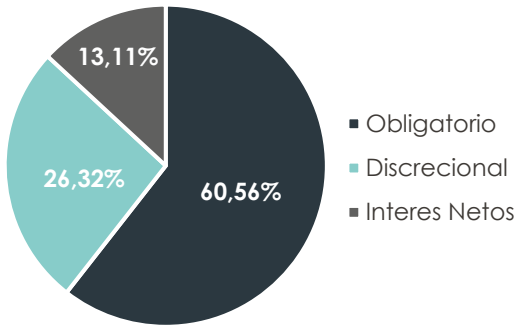


Gráfico 2: Gasto Total 2025

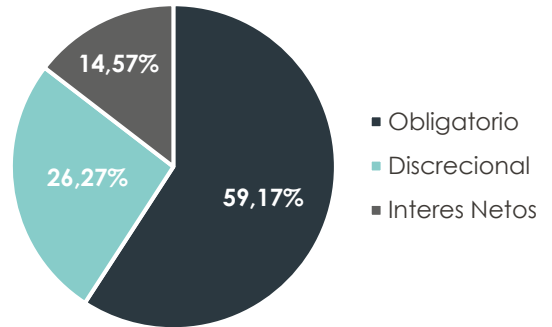


Gráfico 3: Partidas Principales 2024

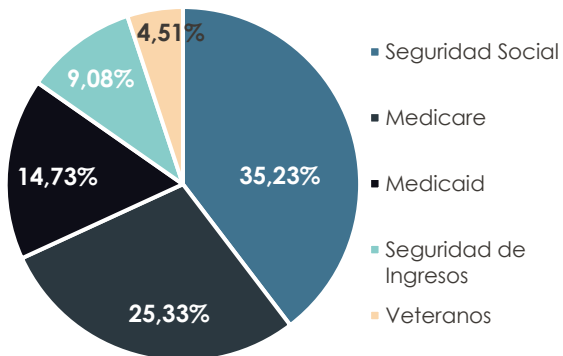
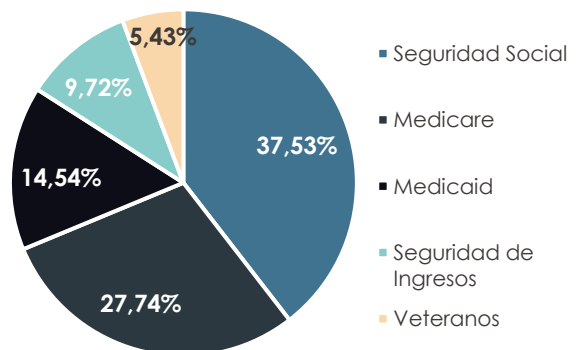


Gráfico 4: Partidas Principales 2024



Fuente: CBO. Datos a 31/12/2025.

Este documento no es una recomendación de compra, aconsejamos a los potenciales inversores consulten, a sus asesores con carácter previo a cualquier inversión, sobre las implicaciones legales y fiscales de la inversión, así como, en su caso, sobre su conveniencia. Todo ello en el buen entendido que ninguna persona debe invertir en productos financieros sin tener la capacidad de evaluar, por sí o a través de su asesor, las ventajas y riesgos de esta.

Puede encontrar la información legal preceptiva y necesaria en la página web de Anta Asset Management SGIIC: www.anta-am.com

Anta Asset Management SGIIC es una Sociedad gestora con el CIF A-13937453 y registrada en la CNMV con el número 288.