

## Agenda Trump: una qüestió d'equilibri

Les primeres setmanes de Trump a la Casa Blanca han estat un *totum revolutum* de mesures, amb implicacions difícils de quantificar en termes econòmics i financers, perquè, en alguns casos, s'estan utilitzant instruments de política econòmica (aranzels) com a eina de política exterior, la qual cosa dificulta anticipar l'objectiu final perseguit i les dinàmiques d'ajust de les variables econòmiques. Ateses les dificultats per filtrar l'elevat soroll existent, els mercats financers mantenen una actitud cautelosa i anticipen que, a curt termini, no hi haurà canvis excessius en les tendències de creixement (la desregulació i les baixades d'impostos compensaran els aranzels i les restriccions d'immigració al mercat de treball) i que el preu que caldrà pagar en termes d'inflació serà moderat. La qual cosa comporta confiar en el paper estabilitzador dels mercats mateixos («bond vigilants») i en el contrapès de la Fed, així com en la flexibilitat de l'oferta mundial per adaptar-se a les noves restriccions que aniran apareixent pel camí. La paradoxa és que els canvis els lidera, precisament, el país amb un millor comportament econòmic postpandèmia, gràcies a una combinació de polítiques econòmiques (fiscal, monetària i industrial) més encertada que en altres regions i a l'efecte positiu de la immigració al mercat de treball. La «nova» visió dels intercanvis comercials com un joc de suma zero pot ampliar les divergències econòmiques i monetàries mundials i desequilibrar l'aterratge ordenat en què estava immers el cicle d'activitat mundial després dels ensurts dels últims anys.

Per tant, la principal amenaça per als escenaris econòmics en els propers mesos és un nou xoc d'oferta, provocat, aquesta vegada, per l'inici d'una guerra comercial, amb una intensitat que, ara com ara, desconeixem. El que, de moment, tenim damunt la taula és una pujada («congelada» durant un mes) de 25 p. p. en l'aranzel sobre les importacions nord-americanes procedents de Mèxic i del Canadà, a més de 10 p. p. addicionals, que ja són efectius, sobre els productes amb origen a la Xina, increment al qual ha respost de forma mesurada el país asiàtic, amb un aranzel del 10%-15% sobre els productes energètics i els automòbils, entre altres mesures (limitacions al comerç de terres rares, etc.). Pel que fa a l'estratègia de negociació nord-americana, el més lògic és pensar que, en el cas de Mèxic i del Canadà, estem parlant d'un aranzel màxim que es pot reduir, mentre que, en el cas de la Xina, seria la situació contrària. Mentre esperem les mesures aplicades a Europa i a la resta del món, i si anticipem que l'aranzel mitjà nord-americà passa del 2,4% actual al 10% (la qual cosa representaria màxims des de fa més de sis dècades), l'efecte sobre el creixement seria inferior a 5 dècimes per a la UE (cinc o sis vegades més per al Canadà i Mèxic).

Tot i que la incertesa relativa als impactes sobre l'activitat continua sent molt elevada, perquè cal tenir en compte l'evolució del tipus de canvi, la disposició dels consumidors a pagar més per determinats productes, la possibilitat que el comerç es desviï cap a altres zones geogràfiques, els efectes sobre les expectatives dels agents econòmics i, de forma molt rellevant, l'adopció de mesures equivalents per part dels països afectats. Sense comptar amb les conseqüències de desmantellar cadenes de valor tan eficients com les existents entre els EUA, el Canadà i Mèxic. Menys dubtes susciten els efectes sobre la inflació, que seran clarament negatius als EUA i molt diluïts a Europa, per la feblesa del cicle d'activitat i per l'excés d'oferta global que pot buscar acomodament als mercats europeus. El que implicaria una ampliació del diferencial de tipus d'interès a les dues bandes de l'Atlàntic i la possibilitat d'una ruptura de paritat en el tipus de canvi dòlar/euro. Sent, precisament, el comportament del dòlar i dels tipus d'interès a llarg termini als EUA la variable que pot moderar les temptacions a sobreaccionar per part de les autoritats nord-americanes. Sense oblidar l'element a l'habitació que és la política fiscal, de la qual, ara com ara, s'ha parlat poc, més enllà d'alguna retallada de despesa en agències federals, com la dedicada a l'ajuda al desenvolupament. El que torna a posar de manifest que la part més feble de la cadena en el procés de transformació de l'economia mundial seran els països de renda baixa.

En definitiva, estem assistint a una acceleració de la reconfiguració de l'ordre econòmic mundial que ja estava en marxa abans de la pandèmia, i, en aquest procés de transició, veurem guanyadors i perdedors. En termes macroeconòmics, aquest procés d'ajust pot ser ordenat, però no és senzill passar dels vells als nous equilibris sense algun ensurt pel camí, sobretot quan paraules com cooperació, coordinació o multilateralisme semblen en desús. Potser és excessiu afirmar, com Martin Wolf, que la pujada aranzelària canviarà el món, perquè anuncis com els avanços en IA assolits per DeepSeek (estimulats, precisament, per les restriccions a l'exportació) tenen un potencial transformador molt superior a qualsevol tan vell com el mercantilisme, però, si més no, és un senyal de per on bufaran els vents a curt termini. Així que toca navegar en un entorn en transformació, sotmès a xocs molt més nombrosos, mentre els avanços en IA es van disseminant per l'economia i permeten un salt en productivitat. La clau és que l'ajust es produeixi de manera ràpida i equilibrada.

José Ramón Díez  
Febrer 2025