

Noves realitats, vells riscos

L'estiu ha transcorregut amb la sensació que l'impacte inicial causat per les decisions de política econòmica de l'Administració Trump ha estat inferior a l'esperat inicialment. Un cop compensats els efectes «anticipació» a les pujades aranzelàries del començament de l'any, la fotografia de l'activitat reflecteix un cicle de creixement global que es manté en fase d'aterratge ordenat i, per tant, lluny dels escenaris recessius. La destacable resiliència dels EUA, de la Xina i de l'Índia està compensant la feblesa de la zona de l'euro i permet que el creixement mundial mantingui una velocitat de creuer pròxima al 3%, com ho reflecteix un PMI global en màxims de 15 mesos a l'agost. És cert que l'aranzel mitjà dels EUA serà molt superior a l'existent al començament de l'any (el 17% en relació amb el 2,5%) i que els nivells aplicats a alguns països (el Brasil, Suïssa o l'Índia) tindran un impacte negatiu sobre el creixement. També falta per tancar l'acord amb la Xina mentre es dirimeixen als tribunals nord-americans les vies legals utilitzades per l'Executiu per justificar les pujades aranzelàries. Ara com ara, però, els efectes sobre el creixement són moderats, i, un cop perfilat el nou mapa aranzelari, s'ha reduït el potencial impacte de la incertesa sobre les decisions dels agents econòmics, ja que s'ha descartat el risc d'una guerra comercial.

Al front de la inflació, en absència de retaliació, l'impacte es transmet de manera gradual, i, fins i tot als EUA, les dades del 2T reflecteixen que les empreses estan assumint una part important de la pujada dels aranzels i que ho estan fent sense una afectació important sobre els beneficis. Aquesta combinació de creixement i d'inflació permetrà que continuï el moviment generalitzat de relaxament monetari global cap a zona neutral (-100 p. b. en els 12 últims mesos), al qual es podria unir properament la Fed per compensar els primers símptomes d'afebliment al mercat de treball. La situació a la cruïlla del banc central nord-americà contrasta amb la comoditat que es desprèn dels últims missatges del BCE sobre el nivell actual de tipus d'interès, un cop estabilitzada la inflació a la vora del 2%.

En aquesta conjuntura, els canals de transmissió de la política monetària es poden veure afectats per les noves tensions als mercats de bons que afecten alguns sospitosos habituals (França, el Regne Unit i el Japó) i també els EUA. Això reflecteix una preocupació per la sostenibilitat fiscal i per la independència de la Fed, a més de certs desajustaments entre l'oferta i la demanda al mercat, en especial a la part llarga de la corba. El bo a 30 anys nord-americà, una referència clau, s'ha tornat a situar en la zona del 5%, i, a Europa, s'ha consolidat el realineament de les primes de risc, amb la francesa (80 p. b.) més a prop de la italiana (87 p. b.) que de l'espanyola (60 p. b.) i amb la rendibilitat del bo britànic a 30 anys en màxims d'aquest segle (el 5,6%). Al fons, bateguen els dubtes sobre l'espai fiscal a un bon nombre de països de l'OCDE per afrontar els desafiaments del nou escenari geopolític, les necessitats del procés de transició energètica i els efectes a mitjà termini d'una demografia que mostra una tendència difícilment reversible a curt termini (vegeu el [Dossier d'aquest Informe Mensual](#)). Així com els recels sobre com el problema de la sostenibilitat fiscal pot contagiar una política monetària que s'ha mogut pel tall de la navalla en l'última dècada, obligada a testar eines no convencionals en assumir responsabilitats que no li pertocaven. Això posa encara més en valor, si cal, l'autonomia dels bancs centrals.

D'aquesta manera, fins al final d'enguany, el focus d'atenció dels mercats passarà del front comercial al front pressupostari, a costa de si es consolida la narrativa que l'impacte de la inversió en IA (les últimes estimacions la xifren en 4-7 bilions de dòlars fins al 2030) sobre la productivitat i, per tant, sobre el creixement potencial pot compensar les distorsions en l'oferta global que comportarà el nou escenari geopolític. En tot cas, estem parlant dels primers efectes del procés de transformació en què està immersa l'economia mundial i que, en el futur més immediat, posarà a prova les relacions comercials entre els grans blocs econòmics i la solidesa de les institucions que han generat benestar en les últimes dècades, començant per la independència dels bancs centrals o dels organismes reguladors. Coses que tendeixen a enyorar quan ja és difícil recuperar-les, quelcom que, com en altres facetes importants de la vida i parafrasejant Quevedo, se sol aprendre tard i amb dolor.

Setembre 2025
José Ramón Díez