

Resiliencia económica e inversión en la era Trump

La actualización de los escenarios económicos por parte de los principales servicios de estudios en las últimas semanas refleja que la economía mundial mantiene una velocidad de crucero más intensa de lo previsto a principios de año, cuando la «tormenta Trump» amenazaba con desestabilizar una coyuntura económica expuesta a los vientos de la incertidumbre. De momento, las incipientes distorsiones sobre el crecimiento y la inflación causadas por el aumento de las barreras arancelarias se están viendo compensadas por el *boom* de la inversión impulsado por la IA en EE. UU., el aumento del gasto en defensa (y la aceleración del NGEU) en Europa, la resiliencia de las exportaciones chinas y la flexibilización de las condiciones monetarias globales. A todo lo anterior hay que añadir un precio del petróleo casi un 15% por debajo de los niveles de principios de año y el efecto riqueza propiciado por el buen comportamiento de las bolsas mundiales (+17%) y de otros activos financieros y reales en 2025 (oro, vivienda, etc.), pese a la inestabilidad que sigue presentando el escenario geopolítico en las últimas semanas (cierre de la Administración americana o dimisión del primer ministro francés).

Como resultado de todo lo anterior, ahora esperamos que la economía mundial crezca un 3,1% este año y el próximo (antes un 2,9%), impulsada por revisiones al alza en EE. UU. (del 1,3% al 1,8% en 2025) y China (del 4,2% al 4,6%), además de mejoras marginales en la eurozona (del 1,2% al 1,3%), con un comportamiento destacado de España (del 2,9% frente al 2,4% previsto anteriormente). La narrativa que apoya este buen desempeño de la actividad y de los mercados en los últimos meses es que, una vez estabilizado el riesgo arancelario, el ciclo inversor (IA + defensa + vivienda) puede tomar el relevo como motor de la actividad, después de un largo periodo de atonía desde la crisis financiera de 2008. De hecho, ya hemos visto en los datos de actividad del 2T recuperaciones destacadas de la formación bruta de capital fijo en países como España y EE. UU., a lo que puede contribuir en un futuro una situación financiera de los agentes privados muy favorable, después del largo proceso de desapalancamiento de la última década.

La esperanza es que este nuevo ciclo inversor puede propiciar el salto necesario en la productividad para compensar las inexorables tendencias demográficas que afrontarán la mayoría de los países desarrollados en las próximas décadas, permitiendo revitalizar el crecimiento potencial. El riesgo es el de una burbuja de inversión (como ocurrió en España a principios de este siglo) en la parte relacionada con la IA. De hecho, en estos momentos, la economía de EE. UU. sigue creciendo de forma dinámica gracias a la inmensa inversión en este ámbito.

En este contexto de cambio y disrupción, es normal que los bancos centrales estén retomando la vieja estrategia de gestionar los riesgos del escenario, frente a la utilización de reglas discrecionales de actuación (Taylor, etc.). Empezando por la Fed, cuya reciente bajada de los tipos de interés, más allá de presiones políticas, cabe interpretarla como una cobertura ante un posible debilitamiento adicional del mercado de trabajo, que, según Powell, se encuentra situado en un «equilibrio extraño», ante el ajuste simultáneo a la baja tanto de la oferta como de la demanda de trabajadores (*low hire, low fire*). Ello ha reducido de manera muy apreciable la creación de empleo necesaria para mantener la tasa de paro sin cambios. El problema es que la nueva política migratoria de la Administración Trump puede llevar el crecimiento de la población activa del 1% en 2024 al 0,2%-0,3% en 2027 y, para esa restricción de oferta adicional, tiene difícil respuesta la política monetaria. Así que, a partir de ahora, la política monetaria va a ser mucho más flexible para responder a los cambios de un escenario económico sujeto a una elevada volatilidad. Esa complejidad intrínseca del escenario introduce una elevada incertidumbre sobre cómo pueden evolucionar las relaciones estructurales entre crecimiento, empleo e inflación, lo que explicaría el amplio abanico que se ha abierto en las opiniones de los miembros del Consejo de la Fed (*dot plot*) sobre los niveles de tipos de interés neutrales o de equilibrio a largo plazo (desde un 2,5% hasta un 4%). Aunque en estos casos de visiones divergentes siempre hay que tener en cuenta la vieja máxima de Churchill: «Si pones a dos economistas en una habitación, obtendrás dos opiniones. A menos que uno de ellos sea Lord Keynes, en cuyo caso tendrás tres».

José Ramón Díez