

ARANZELS DE TRUMP: TÀCTICA NEGOCIADORA O DISRUPCIÓ?

1. L'anunci del 2 d'abril: *Liberation Day*

L'anunci de Trump representa l'augment més gran d'aranzels en més d'un segle i supera les expectatives prèvies. A partir del 5 d'abril, els Estats Units aplicaran un aranzel mínim global del 10 % per a totes les importacions que entrin al país. No obstant això, a partir del 9 d'abril, alguns països estaran subjectes a taxes més elevades, entre els quals destaquen la Xina (aranzel del 34 %), el Japó (24 %), la UE (20 %), l'Índia (26 %), el Vietnam (46 %) i Taiwan (32 %). Altres països, com el Regne Unit, Turquia, Argentina, Aràbia Saudita i el Marroc, entre d'altres, quedaran subjectes únicament al mínim del 10 %.

L'anunci també preveu algunes exempcions per als aranzels sectorials anunciats, que inclouen primeres matèries (com l'or, l'acer, l'alumini i altres metalls industrials), productes farmacèutics i semiconductors. Tot i que aquestes exempcions poden ser significatives en alguns casos, en general oscil·len entre el 25 % i el 45 % del total de les importacions, cosa que implica que la taxa efectiva final serà més baixa que les taxes nominals anunciades.

L'anunci és confús en el càlcul dels aranzels. Malgrat que s'han descrit com a aranzels recíprocs, aplicats en resposta als aranzels (incloent-hi barreres no aranzelàries com impostos i manipulació de divises) que altres països imposen als Estats Units, les xifres proposades corresponen a una aproximació al superàvit bilateral que cada país té davant dels Estats Units, amb un mínim del 10 %. Un altre aspecte confús fa referència a la recaptació esperada.

Canadà i Mèxic continuen subjectes al seu propi acord en matèria d'aranzels, que estableix una taxa del 25 % per a les importacions procedents d'aquests països, amb l'excepció dels productes que compleixen els requisits de l'acord USMCA, que tenen una taxa del 0 %. A més, els productes energètics i fertilitzants estan subjectes a un 10 %. En cas que es trenqués aquest acord, s'hi aplicaria una taxa recíproca del 12 % per a aquests països.

Diversos països, inclosa la UE, han assenyalat la intenció d'adoptar represàlies. La Xina i el Japó han anunciat la intenció de denunciar els aranzels davant l'Organització Mundial del Comerç (OMC) en considerar-los contraris a les normes del comerç internacional. A més, han amenaçat d'aturar inversions previstes als Estats Units. Per part banda, la UE ha anunciat represàlies proporcionals que podrien incloure restriccions en l'accés al mercat europeu a les grans empreses tecnològiques i de serveis nord-americanes. La UE també podria activar el seu

Gràfic 1. Aranzels anunciats

Country	Tariffs Charged by U.S.	U.S. Reciprocal Tariff
China	67%	34%
European Union	19%	20%
Vietnam	50%	46%
Taiwan	64%	32%
Japan	46%	24%
India	52%	26%
South Korea	50%	25%
Thailand	72%	36%
Singapore	48%	31%
Indonesia	64%	32%
Malaysia	47%	34%
Cambodia	97%	49%
United Kingdom	10%	10%
South Africa	60%	30%
Brazil	10%	10%
Bangladesh	74%	37%
Singapore	10%	10%
Israel	33%	17%
Philippines	34%	17%
Chile	10%	10%
Australia	10%	10%
Pakistan	58%	29%
Turkey	10%	10%
Sri Lanka	88%	44%
Colombia	10%	10%
Pera	10%	10%
Nicaragua	36%	18%
Norway	30%	15%
Costa Rica	17%	10%
Jordan	40%	20%
Dominican Republic	10%	10%
United Arab Emirates	10%	10%
New Zealand	20%	10%
Argentina	10%	10%
Ecuador	12%	10%
Guatemala	10%	10%
Honduras	10%	10%
Madagascar	93%	47%
Myanmar (Burma)	88%	44%
Tanzania	55%	28%
Guyana	54%	27%
Serbia	24%	12%
Egypt	10%	10%
Saudi Arabia	10%	10%
El Salvador	10%	10%
Côte d'Ivoire	41%	21%
Lebanon	95%	48%
Bolivia	24%	12%
Trinidad and Tobago	12%	10%
Morocco	10%	10%

Font: Casa Blanca.

mecanisme anticoerció, pensat per a situacions en què un tercer país exerceixi pressió sobre el bloc o algun dels seus membres.

2. Impactes de l'anunci i dels aranzels

2.1. Previsible impacte macroeconòmic i financer

Els aranzels tenen un efecte estanflacionari, és a dir, provoquen un estancament/caiguda del PIB i un augment de la inflació. Si es confirmen i es mantenen en el temps aquests aranzels, i segons diversos analistes, l'impacte sobre el PIB dels Estats Units podria ser substancial, restant aproximadament un 1 punt percentual de creixement el 2025 i el 2026 en comparació amb un escenari amb aranzels més moderats. Tot i que l'impacte sobre els preus seria puntual, s'espera que sigui substancial, i la inflació es podria situar entre el 4,5 % i el 5,0 % interanual a finals del 2025, i es moderarà a mesura que es debiliti l'activitat.

La Reserva Federal es podria veure pressionada a reduir els tipus d'interès. Tot i l'augment de preus que podrien provocar els aranzels, l'impacte en termes d'augment de la inflació només és temporal. Això podria forçar la màxima autoritat monetària a dur a terme retallades més altes del tipus rector que les previstes anteriorment per donar resposta al deteriorament de l'activitat.

La incertesa provocada pels aranzels suposa una càrrega addicional. La possible fase de negociació que s'obrirà després de l'anunci d'aquests aranzels mantindrà molt elevada la incertesa sobre l'esdevenir de la política comercial, ja que es troba en màxims des de l'arribada al poder de Trump. Aquesta incertesa podria portar els agents econòmics a posposar o desescalar decisions d'inversió en el cas de les empreses o de consum en el cas de les llars, cosa que tindria efectes adversos sobre el creixement econòmic. És per això que certa càrrega sobre l'activitat econòmica es materialitzaria fins i tot en cas que els aranzels implementats fossin molt inferiors que els anunciats.

2.2. Reacció dels mercats

L'anunci ha provocat un moviment de *risk-off*, cosa que ha generat fortes correccions en els mercats de renda variable d'Europa, Àsia i els Estats Units. Per la seva banda, l'or va registrar un augment important en la sessió d'ahir i va cotitzar per sobre dels 3.100 dòlars per unça. La renda fixa ha actuat com a actiu refugi, amb forts desplaçaments a la baixa de la corba a banda i banda de l'Atlàntic. Els mercats han començat a cotitzar una probabilitat més gran de retallades per part de la Fed i el BCE.

La depreciació del dòlar és substancial, i enfront de l'euro ha registrat el seu moviment més fort des del 2015, passant el llindar dels 1,10 dòlars per euro, un valor que no s'assolia des de l'octubre del 2024. Atès que el dòlar tendeix a apreciar-se en episodis d'avversió al risc i que la imposició d'aranzels hauria d'actuar en la mateixa direcció, la depreciació podria interpretar-se com una indicació de fluxos de sortida de capitals dels mercats financers nord-americans.

Gràfic 2. Moviments de mercat

Mercats de renda fixa, divises i primeres matèries Mercats de renda variable

	Darrera dada	Fa 1 dia			Darrera dada	Fa 1 dia	
		Nivell	Canvi			Nivell	Canvi
BCE - Tipus de refinançament (%)	2,65	2,65	0,0	Euro Stoxx 50 (Europa)	5062,39	5303,95	-4,55%
BCE - Tipus de dipòsit (%)	2,50	2,50	0,0	IBEX 35 (Espanya)	12958,30	13350,20	-2,94%
Euribor 3 mesos (%)	2,36	2,34	2,0	DAX (Alemanya)	21579,66	22390,84	-3,62%
Euribor 12 mesos (%)	2,33	2,31	2,0	CAC (França)	7535,47	7858,83	-4,11%
Alemanya: Bo 2 anys (%)	1,88	2,04	-15,7	FTSE MIB (Itàlia)	36480,44	38454,20	-5,13%
Alemanya: Bo 10 anys (%)	2,57	2,72	-15,5	Dow Jones Industrial (Estats Units)	40545,93	42225,32	-3,98%
Espanya: Bo 2 anys (%)	2,06	2,19	-13,0	S&P 500 (Estats Units)	5396,52	5670,97	-4,84%
Espanya: Bo 10 anys (%)	3,24	3,35	-10,2	NASDAQ (Estats Units)	18521,47	19581,78	-5,41%
Espanya: Prima de risc a 10 anys (p.b.)	67,7	62,4	5,3	Nikkei 225 (Japó)	33780,58	35725,87	-5,45%
França: Prima de risc a 10 anys (p.b.)	75,70	70,70	5,0	Hang Seng (Hong Kong)	8420,14	8537,34	-1,37%
Itàlia: Prima de risc a 10 anys (p.b.)	115,00	109,50	5,5				
Fed - Banda baixa del tipus rector (%)	4,25	4,25	0,0				
Fed - Banda alta del tipus rector (%)	4,50	4,50	0,0				
Estats Units: Bo 2 anys (%)	3,64	3,86	-22,3				
Estats Units: Bo 10 anys (%)	3,95	4,13	-18,0				
RF Corporativa EUR 3-5 anys <i>Investment grade</i>	71,26	63,63	7,6				
RF Corporativa EUR 3-5 anys <i>High yield</i>	360,35	328,04	32,3				
Dòlars per euro	1,105	1,085	1,80%				
Lliures esterlines per euro	0,847	0,834	1,49%				
Iens per euro	161,3	162,0	-0,44%				
Dòlar (tipus de canvi efectiu)	102,0	103,8	-1,73%				
Brent (dòlars per barril)	68,8	75,0	-8,19%				
Or (dòlars per unça)	3097,3	3134,2	-1,18%				

Font: Bloomberg.
Nota: Les dades corresponen a les 9:40am del 4 d'abril

3. Perspectives

3.1. Curt termini: Inici d'un procés de negociació?

Diversos factors apunten que aquests aranzels podrien ser una eina de negociació:

1. Aquest tipus d'anuncis és una estratègia habitual en l'administració de Trump. En aquest context, els aranzels es farien servir per pressionar els països a oferir alguna concessió als Estats Units, sigui en matèria comercial o en alguna altra dimensió.
2. Els aranzels proposats són només una aproximació als dèficits bilaterals i no pas el resultat d'un exercici de valoració de les polítiques comercials, canviàries i impositives dels països, que hauria calgut per a un autèntic exercici d'imposició d'aranzels recíprocs.

L'administració Trump ha exhibit un biaix antiglobalista. Algunes de les figures principals, inclòs Trump, però també el vicepresident JD Vance, mantenen una visió crítica de la globalització i dels països que la defensen, com la UE, el Canadà i la Xina. Això suggereix que, malgrat la voluntat de negociar, el nivell d'aranzels que imposarà els Estats Units serà més alt que abans dels anuncis. Per exemple, l'aranzel universal del 10 % possiblement es mantindrà, ja que l'administració espera que l'ajudi a reduir el dèficit fiscal, encara que les perspectives recaptatòries presentades fins ara es poden considerar excessivament optimistes.

3.2. Llarg termini: Pragmatisme o exercici del poder?

Els Estats Units abandonen l'ordre liberal que van impulsar durant el darrer mig segle. Després de la Segona Guerra Mundial, els Estats Units van liderar un procés de globalització i construcció institucional (FMI, Banc Mundial, Organització Mundial del Comerç, entre d'altres) en un sistema global que va situar el país en una posició d'hegemonia geopolítica, amb els seus mercats de capital al centre del sistema financer internacional i el dòlar com a divisa de referència. No obstant això, l'administració Trump considera que aquest ordre ja no és beneficiós per als Estats Units, ja que suposa una càrrega que aprecia el dòlar i genera els dèficits comercials del país. Més enllà de la validesa d'aquesta teoria, aquest paradigma serveix de guia i proporciona una motivació per a les propostes polítiques de l'administració actual, especialment pel que fa a l'increment dels aranzels i algunes propostes de repressió financera davant de tercers països, amb què els Estats Units pretenen quantificar i monetitzar els béns públics que ha subministrat a escala global, com els serveis financers i de protecció militar.

La vinculació i/o dependència dels Estats Units en aquest nou entorn es converteix en una vulnerabilitat. En l'ordre liberal, la proximitat ideològica i cultural va donar lloc a importants vincles productius, comercials i financers, a més d'acords tàcits en matèria de defensa i

economia. Tanmateix, sota Trump, els Estats Units pretenen explotar aquests vincles, especialment amb els socis més vulnerables, per obtenir concessions i termes més favorables per als Estats Units en la relació bilateral. Això genera confusió entre els aliats tradicionals (Canadà, Mèxic i la UE) pel canvi sobtat en la posició nord-americana. Davant d'aquest gir, la reacció lògica serà reduir els vincles amb els Estats Units. En termes de defensa, això podria suposar menys cooperació i un augment de la despesa en defensa (com ha fet la UE) o la ruptura de la relació de confiança (com ha fet Canadà). En termes financers i de manera estructural, la reducció de la dependència dels Estats Units podria erosionar la posició central dels seus mercats financers i del dòlar en el sistema monetari global.

Aquesta política comporta una reconfiguració de les cadenes globals de valor. Limitant l'accés exterior al seu mercat domèstic, els Estats Units busquen un *reshoring* de l'activitat manufacturera cap al seu territori en detriment d'altres països. Aquest procés es produeix durant els anys posteriors a la crisi de la covid, que ja va provocar una reconfiguració de les cadenes a favor de la robustesa i la proximitat en detriment de l'eficiència i l'optimització de costos. Ara, el concepte de robustesa inclou també l'adaptació a la possible incertesa de les polítiques procedents dels Estats Units, cosa que pot augmentar tant la implantació al país com evitar incloure'l en cadenes globals de producció. En termes macroeconòmics, l'impacte sobre l'activitat serà ambigu i variarà segons la geografia i les respostes dels països, però, en termes de preus, suposarà una pressió estructural a l'alça de la inflació.

4. Implicacions en termes d'escenaris

Trump està actuant amb menys pragmatisme del que anticipaven els analistes i els mercats financers. El mateix president i membres del seu gabinet, inclosos el secretari de Comerç i el del Tresor, han tret importància a la possibilitat d'un període macroeconòmic advers caracteritzat per una caiguda de l'activitat i un augment de la inflació. Així mateix, han minimitzat les caigudes registrades per les borses nord-americanes, i les han assenyalat com un factor necessari en el període d'ajustament. Aquest factor s'havia considerat un element moderador de les intencions de Trump.

La materialització de l'impacte sobre la inflació, el deteriorament marcat de l'economia i la pèrdua de popularitat poden condicionar possibles recalibratges dels aranzels. En alguns comicis menors per substituir càrrecs electes que van acceptar posicions en el govern, el partit demòcrata ha aconseguit victòries fins i tot en districtes que Trump havia guanyat amb marges notables. Un altre exemple va ser l'elecció d'un membre de la Cort Suprema de l'estat de Wisconsin, on la candidata emparada pels demòcrates es va imposar al candidat que havia rebut el suport personal i financer d'Elon Musk.

Els aranzels i la incertesa deterioren les perspectives, especialment als Estats Units.

L'acumulació d'anuncis, exempcions i recalibratges d'aranzels, juntament amb la seva implementació efectiva, continuaran pressionant les perspectives econòmiques i, per tant, els actius financers del país. La pressió externa més gran pot actuar com un factor de tracció a Europa, que, després dels progressos en matèria de defensa i en els plans de la Comissió Europea, encara pot impulsar àrees com la unió del mercat de capitals, la indústria de renovables i la promoció de la inversió i la innovació.

INFORMACIÓ LEGAL

CAIXA ENGINYERS és una entitat de crèdit subjecta a la supervisió del Banc d'Espanya, inscrita en el seu Registre Oficial de Bancs amb el número 3025. Està habilitada per prestar serveis d'inversió a clients a Espanya, sota la supervisió a aquest efecte de la Comissió Nacional del Mercat de Valors.

Els informes del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS s'elaboren amb l'objectiu de proporcionar eines que puguin ajudar en la presa de decisions de diversa índole i estan subjectes a canvis sense previ avís. Tot i que la informació es basa en fonts considerades fiables, CAIXA ENGINYERS no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes fonts.

La informació continguda en aquest document pot fer referència a productes, operacions o serveis d'inversió sobre els quals hi ha informació addicional disponible en documentació separada. Es convida els destinataris a sol·licitar aquesta informació addicional, que podrà ser facilitada per CAIXA ENGINYERS durant la prestació dels serveis, operacions o productes. En aquest cas, es recomana que els destinataris d'aquest informe considerin aquesta informació addicional de manera coherent amb el seu contingut.

Pel que fa als preus objectius que es puguin desprendre de l'anàlisi efectuada pel Departament de Research de CAIXA ENGINYERS, aquests queden subjectes a criteris d'anàlisi fonamental i tècnica, ponderant en cada cas els mètodes que, en funció de la seva pròpia opinió, s'adapten millor a cada companyia en particular. Llevat d'indicació expressa en contra, tots els preus objectius es fixen amb un horitzó temporal de 12 mesos des del moment de la publicació dels informes. Els preus objectius no impliquen compromisos de revaloració ni han de ser entesos com a indicacions ni recomanacions d'inversió.

La informació continguda en els informes fa o pot fer referència a resultats futurs d'instruments financers, índexs financers, mesures financeres o serveis d'inversió basats en previsions o expectatives, per la qual cosa no es pot considerar com un indicador fiable de possibles resultats futurs ni com una garantia d'assolir aquests resultats. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions no garanteixen l'evolució o els resultats futurs.

Informació sobre conflictes d'interès

El sistema retributiu dels analistes que elaboren els informes es basa en diversos criteris, entre els quals figuren els resultats obtinguts durant l'exercici econòmic pel Grup CAIXA ENGINYERS, però en cap cas la retribució dels analistes està vinculada directament o indirectament a la informació continguda en els informes ni al sentit de les estimacions que s'hi incloguin.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS poden disposar, a títol personal, d'accions de companyies dels sectors d'activitat que s'esmenten en els informes, o d'alguna de les seves filials i/o participades. Així mateix, CAIXA ENGINYERS i/o qualsevol dels seus responsables i/o consellers poden, en cada moment, mantenir una posició o estar directament o indirectament interessats en valors, opcions, drets o *warrants* d'alguna de les companyies dels sectors d'activitat esmentats en els informes.

CAIXA ENGINYERS, en el desenvolupament corrent de les seves activitats financeres de crèdit, dipòsit o de naturalesa similar, pot haver mantingut, mantenir actualment o estar interessada a mantenir, en el futur, relacions comercials amb companyies dels sectors d'activitat als quals es fa referència en els informes, o amb alguna de les seves filials i/o participades.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS assumeixen el compromís explícit i formal d'actuar amb honestedat, imparcialitat i lleialtat, sempre en el millor interès del soci/sòcia i de la transparència del mercat. Sense perjudici del compromís anteriorment esmentat, CAIXA ENGINYERS realitza accions de control per garantir que no es perjudiqui els socis/sòcies ni el mercat de valors, i imposa regles internes en l'operatòria personal dels membres del Departament de Research.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS, així com tots els professionals de l'organització implicats directament o indirectament en la prestació de serveis d'inversió, estan subjectes al Reglament Intern de Conducta en l'àmbit del mercat de valors de CAIXA ENGINYERS.

Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, fins i tot citant-ne les fonts, excepte amb el consentiment previ per escrit de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crédito. Tots els drets reservats.