

Alex Fusté

[@AlexfusteAlex](#)

alex.fuste@andbank.com

Flash Note:

Post eleccions - Industrialisme renovat als EUA. El nou rumb econòmic i les seves implicacions per als mercats globals

En aquest article els vull oferir una primera reflexió sobre les repercussions del resultat electoral als EUA i el renovat enfocament industrialista. Si bé encara és una visió preliminar, analitzem com aquest canvi desafia a mercats clau com el dels EUA, la Xina, Europa o Mèxic. A mesura que el panorama s'aclareixi, anirem aprofundint i ampliant aquesta anàlisi.

El corrent industrialista s'imposa clarament al corrent dels economistes. El nou consens que ja domina l'establishment polític. Repercussions per a la Xina

Començaré dient que no va ser sol mèrit de Trump, sinó que Joe Biden també ha destruït l'antic consens dels 90 i els 2000, que sostenia que el camí correcte era la liberalització del comerç i el compromís econòmic amb la Xina. La victòria de Trump el 2016, però també l'administració Biden en aquests últims anys, han deixat aquest consens definitivament enterrat, donant lloc a un nou enfocament centrat en la "competitivitat nacional" per sobre del "avantatge comparatiu". Important matís: això implica recuperar la iniciativa industrial, i no necessàriament per la via de l'eficiència, sinó pels mitjans que siguin necessaris. Per descomptat, aquest nou consens té una víctima: la Xina. Amb la victòria de Trump, aquest discurs s'enforteix encara més (perquè representava el tema central de la seva campanya: la reindustrialització). De facto, això significa que els industrialistes han prevalgut sobre els economistes, i per a comprendre el que això representa, és útil explicar les postures de cada corrent.

Els economistes, la visió dels quals predomina ara només en les universitats, opinen que el moviment natural d'una economia avançada és orientar-se cap al consum i els serveis (com l'educació, la medicina, l'oci, etc.), deixant la manufactura per a aquelles zones o regions on produir és més barat. Creuen que el lliure comerç és el camí per a aconseguir aquesta transició natural i que per això s'han d'eliminar les tarifes.

Els industrialistes consideren que les tres dècades de lliure comerç amb la Xina han resultat en la desindustrialització del país i el consegüent buidatge de l'esperit nacional, delmunt no sols a la classe treballadora manufacturera, sinó també a l'en altre temps poderosa classe mitjana nord-americana. Sostenen que el creixement de la nació ha de ser liderat per la manufactura, com un mecanisme per a enfortir la cohesió social i la seguretat nacional, i que aquest objectiu ha d'estar recolzat, si és necessari, per un esquema ambiciós de tarifes. Defensen que el creixement ha de basar-se en la producció, no en el consum (com proposen els economistes). El que hem presenciat amb la contundent victòria de Trump és la prevalença del corrent industrialista sobre la teoria econòmica. Aquest resultat reflecteix una tendència de fons molt poderosa: els think tanks estan ara dominats per aquest corrent industrial, igual que el discurs polític. Això ocorre perquè al carrer ha quallat també el corrent industrial, la qual cosa explica que milions de votants demòcrates el 2016 haguessin canviat la seva opció política.

Això suggereix també que, en termes de política econòmica i exterior, no importa qui hagués guanyat les eleccions. Harris o Trump haurien seguit la línia d'aquest corrent que domina ara l'establishment de Washington i que apunta ara a la reindustrialització del país. Aquesta tendència ha deixat obsolet el discurs de la "eficiència" i ha posat en el centre la idea de la reindustrialització com a via per a la cohesió (GOP) o la seguretat nacional (DEM), donant llum verda a un esquema sòlid de tarifes. Les possibles repercussions d'aquest canvi, en una reflexió preliminar, són: 1) un impuls per al teixit de petites i mitjanes empreses en el sector secundari als EUA; 2) un dòlar feble? (com a mecanisme facilitador de la reindustrialització), encara que existeixen altres conseqüències indirectament favorables al USD. En aquest moment, no tenim una visió clara sobre l'impacte en la moneda, però ens inclinem a pensar que, a curt termini, el resultat de les eleccions podria afavorir al USD, perjudicant l'EUR i al CNY. En canvi, a llarg termini, la tendència podria revertir-se. Veurem.

Augment del ROIC a USA. Augment en la TIRs en els bons a llarg termini. Més pendent en la corba. Augment del USD.

Si Trump implementa les propostes clau de la seva campanya electoral —reducció d'impostos i desmantellament d'estructures del govern federal i regulació— és probable que les empreses experimentin un augment en el ROIC (Return on Invested Capital). Aquest increment inicial es donaria en un entorn de costos de capital estable o a la baixa, impulsada per la política monetària actual de la Reserva Federal. Aquest entorn favorable podria resultar en una expansió dels marges empresarials. Quan es dona aquesta situació, les companyies solen recórrer a un major palanquejament, la qual cosa acaba afectant la corba de tipus d'interès. En particular, s'esperaria un augment en les TIR (taxes internes de retorn) en els trams llargs, generant un major pendent en la corba de rendiment. Aquest escenari és favorable per als bancs i les empreses de petita capitalització (small caps), encara que menys beneficiós per a les grans empreses (large caps) i les accions amb múltiples de PER elevats. No descartem la possibilitat que el rendiment del bo del Tresor a 10 anys (UST10) superi el 5% en els pròxims 12 a 18 mesos. Aquest moviment resultarà també favorable per al dòlar estatunidenc (USD) en el curt i mitjà termini, recolzat per una major demanda internacional d'aquesta moneda a causa de dos factors principals: La reindustrialització, el primer efecte de la qual seria una millora en la balança per compte corrent, representa una reducció en la quantitat de dòlars en circulació global, generant així una escassetat relativa d'aquesta divisa. El USD es beneficiaria, a més, d'una demanda addicional d'inversors internacionals interessats a adquirir accions de les companyies estatunidenques que experimentarien un augment en el ROIC.

Europa: Vents en contra.

El previsible augment en la TIR dels bons estatunidencs podria impactar els bons globals, com ha succeït històricament. Si això ocorre —i creiem que així serà—, Europa també experimentaria una alça en la TIR dels seus bons a llarg termini. Encara que el BCE intentarà contrarestar-lo, les seves possibilitats d'èxit són limitades. Aquest escenari afectaria especialment les economies europees, en particular a França, on el persistent dèficit i l'alt nivell de deute, sense el suport d'un creixement econòmic fort (com el que es preveu als EUA), eleven el risc d'una crisi de finançament. La situació s'agreuja per la reducció del mercat potencial per al deute europeu, ja que la presència de l'EUR en les reserves internacionals continua disminuint. Els problemes per a Europa, i especialment per a França, podrien intensificar-se com més gran sigui la victòria de Trump i més s'executi el seu programa econòmic. En considerar això, els inversors podrien vendre amb força l'EUR.

T-MEC & Mèxic. Tornarà a ser la primera víctima?

El 2016, amb la sorprenent victòria de Trump, Mèxic va ser la primera víctima: el pes mexicà es va desplomar, igual que els seus bons i accions. No és d'estranyar, ja que Trump va passar tota la campanya insultant als mexicans i prometent que "el mur" a la frontera seria finançat per Mèxic. Però després, el 2017, va tenir lloc la renegociació del NAFTA, com havia promès Trump, i l'acord es va canviar de nom com a T-MEC. En aquest nou tractat, Mèxic va fer concessions en temes sensibles per als Estats Units: regles d'origen en el sector automotriu (els components dels cotxes fabricats a Mèxic havien de passar del 62.5% al 75%) i que el 45% del valor de l'automòbil fos produït per treballadors amb un salari mínim de \$16/hora. També va accedir a revisions periòdiques del tractat i a reformar la seva legislació laboral per a garantir els drets dels treballadors i la negociació col·lectiva. Mèxic va acceptar eliminar unes certes proteccions agrícoles i restriccions sobre lactis provinents dels Estats Units, implementar normes de protecció intel·lectual i modificar mecanismes de resolució de disputes amb inversió estrangera. Després d'aquestes concessions, el 2017, Mèxic va fer un gran salt: el pes va ser la moneda amb millor rendiment en el món, els bons mexicans van superar a la resta i les accions mexicanes van mostrar un acompliment decent. Tornarà a repetir-se aquesta història? De moment, preveiem dificultats a curt termini per als actius mexicans, encara que a llarg termini dependrà de l'actitud de Claudia Sheinbaum.

Alguns opinen que a la Xina podria ocórrer una cosa similar al que va succeir a Mèxic el 2016-2017. A curt termini, la Xina serà la víctima (en això estem d'acord); però a llarg termini, podria ressorgir. Tanmateix, no tinc la certesa que això vagi a passar. Perquè succeeixi haurien de donar-se dues condicions: que el corrent industrialista als EUA desaparegui o es moderi, o que la Xina faci concessions en temes sensibles per als EUA com les que en el seu moment va fer Mèxic. Avui, no veig indicis de cap d'aquests escenaris, per la qual cosa continuem cautelosos amb la Xina.