

FMI: ACTUALIZACIÓN DE PERSPECTIVAS

El FMI ha publicado su actualización semestral de perspectivas en su *World Economic Outlook* y su *Global Financial Stability Report*.

1. Elevada incertidumbre en la transición a una nueva era global

El FMI advierte del fuerte aumento de la incertidumbre provocado por la escalada arancelaria iniciada el 2 de abril. Diversos índices de incertidumbre sobre política económica han alcanzado máximos históricos, especialmente en el ámbito de la política comercial. No ocurre lo mismo con los índices de volatilidad en los mercados financieros, a pesar de los notables vaivenes en un amplio espectro de activos.

La incertidumbre lastrará la actividad, que ya presentaba un menor *momentum*. Tras la estabilización de la actividad (*soft landing*) alcanzada en 2024, el crecimiento económico ya mostraba señales de desaceleración en el cuarto trimestre de 2024. Las distintas economías se encontraban en fases distintas del ciclo: más avanzada en Estados Unidos, en un momento de recuperación cíclica en la zona euro y en una situación de vulnerabilidad de la demanda en China.

La inflación se mantiene por encima de los objetivos de los bancos centrales en la mayor parte de las economías desarrolladas, especialmente en Estados Unidos. De hecho, el FMI señala que la inflación ya ha estado aumentando en algunos países debido al notable dinamismo de los precios de los servicios y al reciente repunte de la inflación de bienes.

Si se implementan, los aranceles se situarían en máximos desde principios del siglo XX. La tasa promedio aplicada a las importaciones de Estados Unidos sería aproximadamente del 30 %, mientras que, a escala global, los anuncios supondrían doblar la tasa arancelaria promedio hasta alrededor del 8 %. La recalibración de aranceles anunciada el 9 de abril comporta solo un cambio en la recomposición geográfica de estos, aunque deja las tasas arancelarias agregadas en niveles similares. El arancel del 145 % anunciado por Estados Unidos sobre las importaciones chinas es, en efecto, un arancel prohibitivo que impide el comercio entre ambos países.

2. Revisión a la baja de las perspectivas

El FMI rebaja las perspectivas de crecimiento debido a la incertidumbre y la impredecibilidad de la política económica. Los aranceles y las represalias anunciados hasta el 4 de abril representan un lastre sobre el crecimiento global de cinco décimas en 2025 y de tres décimas en 2026 en relación con anteriores perspectivas publicadas por la institución. Con ello, el crecimiento global caería del 3,3 % en 2024 al 2,8 % en 2025 y al 3,0 % en 2026, aún por encima del umbral de una recesión global. La incertidumbre supone un lastre sobre la inversión y las condiciones financieras globales. Todos estos cálculos quedan sujetos a nuevas recalibraciones y/o nuevos acuerdos en política comercial, así como a una prolongación de la incertidumbre existente.

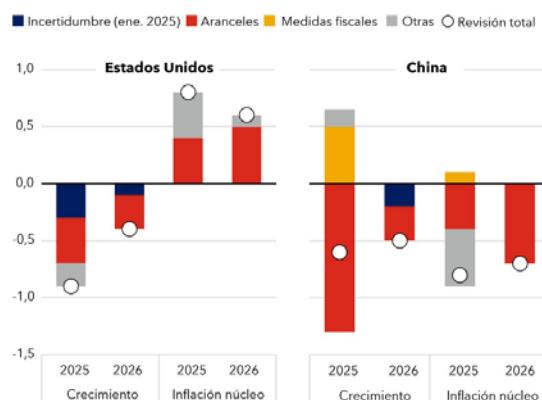
En Estados Unidos, el crecimiento previsto para 2025 sería inferior al 2 %. Los aranceles suponen un *shock* de oferta para el país, que vería reducidas sus perspectivas de crecimiento hasta el 1,8 % en 2025 y el 1,7 % en 2026, frente a tasas del 2,7 % y del 2,1 %, respectivamente, previstas en enero. La inflación en el país también se revisa al alza en un punto porcentual, hasta tasas próximas al 3 %, por encima del objetivo de la Fed. Estas cifras se basan, como se ha dicho, en la información disponible hasta el momento y quedan sujetas a posibles revisiones en función de la prolongación de la incertidumbre y/o de los desarrollos en la escalada arancelaria.

En la zona euro, la revisión a la baja es menor, de unas dos décimas en 2025 y 2026. Ello parte de la premisa de que la zona euro aumentará sus políticas de estímulo fiscal en el horizonte de previsión. Por países, destaca el caso de España, donde, a pesar de la escalada arancelaria, la favorable evolución de la economía en la segunda mitad de 2024 provoca una revisión al alza de las perspectivas hasta el 2,5 % en 2025, mientras que las de 2026 se mantienen en el 1,8 %.

China, por su parte, sufre una revisión a la baja de la actividad y de la inflación. En su caso, los aranceles suponen un *shock* de demanda que, a pesar de las políticas de estímulo fiscal, conducen a una revisión a la baja de seis décimas en 2025 y de cinco décimas en 2026, en ambos casos hasta un crecimiento previsto del 4,0 %. La inflación también se revisa sustancialmente a la baja.

El comercio internacional crecerá por debajo de la actividad. El FMI prevé que los aranceles y la incertidumbre generen una nueva moderación del dinamismo del comercio internacional, incluso a pesar de la creación y potenciación de otros vínculos fuera de los establecidos con Estados Unidos. La ruptura de cadenas de producción globales (basadas en el comercio de bienes intermedios), tal como ya sucediera durante la crisis del covid-19, tendrá efectos multiplicadores sobre los volúmenes de comercio previstos. Según las previsiones del organismo, un efecto colateral de la contracción de los volúmenes de comercio internacional sería una reducción de los desequilibrios comerciales entre países.

Gráfico 1. Impacto de los aranceles



Nota: Cambio en la previsión desde enero de 2025.

Anuncios arancelarios hasta el 4 de abril.

Gráfico 2. Previsiones macroeconómicas

(PIB real, variación porcentual anual)	2024	2025	2026
Producto mundial	3,3	2,8	3,0
Economías avanzadas	1,8	1,4	1,5
Estados Unidos	2,8	1,8	1,7
Zona del euro	0,9	0,8	1,2
Alemania	-0,2	0,0	0,9
Francia	1,1	0,6	1,0
Italia	0,7	0,4	0,8
España	3,2	2,5	1,8
Japón	0,1	0,6	0,6
Reino Unido	1,1	1,1	1,4
Canadá	1,5	1,4	1,6
Otras economías avanzadas	2,2	1,8	2,0
Economías emergentes y en desarrollo	4,3	3,7	3,9
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	5,3	4,5	4,6
China	5,0	4,0	4,0
India	6,5	6,2	6,3
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	3,4	2,1	2,1
Rusia	4,1	1,5	0,9
América Latina y el Caribe	2,4	2,0	2,4
Brasil	3,4	2,0	2,0
México	1,5	-0,3	1,4
Oriente Medio y Asia Central	2,4	3,0	3,5
Arabia Saudita	1,3	3,0	3,7
África subsahariana	4,0	3,8	4,2
Nigeria	3,4	3,0	2,7
Sudáfrica	0,6	1,0	1,3
Partidas informativas			
Economías emergentes y de ingreso mediano	4,3	3,7	3,8
Paises en desarrollo de ingreso bajo	4,0	4,2	5,2

3. Riesgos sesgados a la baja

Los riesgos están sesgados a la baja tanto a corto como a medio plazo. Los principales riesgos a la baja incluyen:

- **Nueva escalada de tensiones y mantenimiento de la incertidumbre.** Una escalada de la guerra comercial afectaría a los países a los que se aplicase, castigando la actividad. Estructuralmente, la incertidumbre puede pesar sobre la confianza de los agentes, la inversión y el crecimiento, mientras que la menor integración global dará lugar a ineficiencias, menor transferencia tecnológica y mayores riesgos de estabilidad financiera. El FMI señala la posible formación de redes de comercio, que incluyan cadenas internacionales de valor e inversiones directas cruzadas, entre países como una posible oportunidad.
- **Volatilidad y correcciones en los mercados financieros.** La lucha contra la inflación podría llevar a algunos bancos centrales, especialmente en Estados Unidos, a mantener los tipos de interés más elevados durante un tiempo más prolongado, lo que podría dar lugar a un tensionamiento de las condiciones financieras. Estructuralmente, el FMI advierte de un *reset* del sistema financiero global basado en el dólar estadounidense. El FMI señala que, a pesar de los recientes ajustes, las valoraciones en algunos mercados aún son exigentes en términos de *price-to-earnings*, abriendo la puerta a posibles nuevos episodios de corrección.
- **Aumento de los tipos de interés a largo plazo** en un contexto de mayor presión sobre los recursos públicos y en el que la volatilidad en los mercados financieros puede limitar los flujos de entrada en ciertos activos y mercados financieros, especialmente en los países emergentes. Los soberanos más endeudados suponen otra fuente de preocupación, dada su vulnerabilidad en este entorno.
- **Creciente descontento social** tras los aumentos de precios de los años anteriores y en un contexto de menores perspectivas económicas, lo cual puede aumentar la polarización y el descontento social.

Existen posibles escenarios de sorpresas al alza centrados en la consecución de posibles **nuevos acuerdos comerciales** que, aunque de menor alcance, pueden introducir nuevas formas de cooperación e integración, incluyendo el comercio en servicios y servicios digitales. También existe la posibilidad de que el actual entorno favorezca la adopción de **reformas estructurales** gracias a la reducción de la burocracia, y que estas contribuyan a un aumento de la competencia y la eficiencia.

Los factores de apoyo en este entorno contemplan la posibilidad de que los países con **espacio fiscal** puedan utilizarlo para contrarrestar los efectos adversos de la incertidumbre y las tensiones comerciales. Otro importante factor de apoyo es el **buen estado de los balances de los agentes económicos**. En el caso de los bancos, ello limita el posible impacto adverso de la volatilidad y las correcciones en los mercados financieros, que quedarían circunscritas a los propios mercados y a otro tipo de agentes. En el caso de los hogares, aquellos países con mayores tasas de ahorro (como es el caso, en general, de la zona euro) pueden permitirse una reducción temporal de estas.

4. Advertencias y recomendaciones del FMI

En relación con la política monetaria, el FMI recomienda agilidad e independencia. La agilidad será necesaria dado el entorno cambiante, que podría requerir una respuesta rápida a nuevos desarrollos. En algunos países, como Estados Unidos, los bancos centrales pueden enfrentarse al dilema de responder a la caída de la actividad o al aumento de la inflación. Este factor, junto con los fuertes *shocks* inflacionarios de los últimos años (el covid-19 y la guerra de Ucrania), ha

provocado que las expectativas de inflación se encuentren menos ancladas que en el pasado, lo que hace más importante, si cabe, la independencia del banco central¹.

El FMI defiende la globalización. El organismo señala que factores como la automatización y el cambio tecnológico han tenido un papel tan o más relevante que la globalización o los déficits comerciales en la reducción del empleo manufacturero en los países desarrollados. En todo caso, se defiende la necesidad de políticas que permitan afrontar las disruptiones causadas por todos estos factores para encontrar el equilibrio adecuado entre progreso, globalización y las dislocaciones provocadas. En este sentido, el FMI subraya la importancia de **evitar visiones de “ganadores y perdedores”** de estas grandes tendencias para que no se perciba como un proceso de suma cero en el que las ganancias de uno son las pérdidas de otro, sino que son procesos que pueden generar prosperidad común.

INFORMACIÓN LEGAL

CAJA INGENIEROS es una entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, inscrita en su Registro Oficial de Bancos con el número 3025. Está habilitada para prestar servicios de inversión a clientes en España. La Comisión Nacional del Mercado de Valores supervisa estos servicios.

Los informes del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS se elaboran con la finalidad de proporcionar herramientas que puedan ayudar en la toma de decisiones de índole diversa, y están sujetos a cambios sin previo aviso. Aunque la información se basa en fuentes consideradas como fiables, CAJA INGENIEROS no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de dichas fuentes.

La información contenida en este documento puede hacer referencia a productos, operaciones o servicios de inversión sobre los cuales existe información adicional disponible en documentación separada. Se invita a los destinatarios a solicitar dicha información adicional, que podrá ser facilitada por CAJA INGENIEROS durante la prestación de los servicios, operaciones o productos. En tal caso, se recomienda que los destinatarios del presente informe consideren dicha información adicional de manera coherente con su contenido.

La información contenida en los informes hace o puede hacer referencia a resultados futuros de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión basados en previsiones o expectativas, por lo que no puede considerarse como un indicador fiable de posibles resultados futuros ni como garantía de alcanzar tales resultados. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

Información sobre conflictos de interés

El sistema retributivo de los analistas que elaboran los informes se basa en diversos criterios, entre los que figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por el Grupo CAJA INGENIEROS, pero en ningún caso la retribución de los analistas está vinculada directa o indirectamente a la información contenida en los informes ni al sentido de las estimaciones que en ellos se incluyan.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS pueden disponer, a título personal, de acciones de compañías de los sectores de actividad que se mencionan en los informes, o de alguna de sus filiales y/o participadas. Asimismo, CAJA INGENIEROS y/o cualquiera de sus responsables y/o consejeros pueden, en cada momento, mantener una posición o estar directa o indirectamente interesados en valores, opciones, derechos o *warrants* de alguna/s de las compañías de los sectores de actividad mencionados en los informes.

CAJA INGENIEROS, en el desarrollo corriente de sus actividades financieras de crédito, depósito o de cualquier otra naturaleza similar, puede haber mantenido, mantener actualmente o estar interesada en mantener en el futuro relaciones comerciales con compañías de los sectores de actividad a los que se hace referencia en los informes, o con alguna de sus filiales y/o participadas.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS asumen el compromiso explícito y formal de actuar con honestidad, imparcialidad y lealtad, siempre en el mejor interés del socio/a y de la transparencia del mercado. Sin perjuicio del compromiso anteriormente mencionado, CAJA INGENIEROS realiza acciones de control para garantizar que no se perjudique a los socios/as ni al mercado de valores, e impone reglas internas en la operatoria personal de los miembros del Departamento de Research.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS, así como todos los profesionales de la organización implicados directa o indirectamente en la prestación de servicios de inversión, están sujetos al Reglamento Interno de Conducta en el ámbito del mercado de valores de CAJA INGENIEROS.

© Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, incluso citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crédito. *All rights reserved*

¹ El FMI realiza esta advertencia antes de unas declaraciones de Trump en las que amenazaba con despedir al actual gobernador de la Fed, J. Powell, por negarse a reducir los tipos de interés en respuesta al previsible deterioro de la actividad. Por su parte, Powell ha señalado que la Fed está atenta a los efectos de los aranceles sobre los precios y la actividad.