

El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha publicado su actualización semestral de perspectivas, recogida en sus dos informes de referencia: el *World Economic Outlook* y el *Global Financial Stability Report*.

1. A pesar de una lectura compleja, las perspectivas se deterioran

La escalada arancelaria ha sido menor de lo previsto en abril de 2025, en parte debido a la respuesta limitada de terceros países frente a los anuncios de Estados Unidos y, en parte, a los recientes acuerdos comerciales, excepciones y treguas. Aun así, el FMI subraya que los aranceles continúan muy por encima de los niveles vigentes hace un año y que la incertidumbre en torno a la política comercial sigue siendo elevada ante la ausencia de acuerdos comerciales claros, transparentes y duraderos.

Entre otros cambios relevantes en las políticas económicas, destacan:

- (i) una fuerte **caída de los flujos migratorios**, fruto del aumento de las restricciones en algunos de los países que tradicionalmente habían sido los principales receptores;
- (ii) la adopción de **políticas fiscales expansivas** en un buen número de países, incluidas las centradas en el aumento del gasto en defensa; y
- (iii) una notable **reducción de los flujos de ayuda al desarrollo** destinados a los países menos desarrollados, que ya habían registrado un retroceso del 9 % en 2024.

Por ahora, el impacto de las medidas proteccionistas sobre la actividad y los precios ha sido limitado. El FMI advierte que esta resistencia no obedece a la fortaleza de la demanda, sino a ciertas distorsiones y factores mitigantes. Más allá de la propia reducción de los aranceles inicialmente anunciados, varios elementos han contribuido a suavizar sus efectos:

- (1) El adelanto de decisiones de consumo e inversión (**front-loading**) por parte de los hogares y las empresas para evitar aranceles más elevados, lo que impulsó la actividad de forma notable en la primera mitad de 2025.
- (2) Los **elevados márgenes empresariales**, favorecidos por las altas tasas de inflación vigentes desde la crisis del COVID-19.
- (3) La **depreciación del dólar estadounidense**, que ha apoyado el comercio internacional y relajado las condiciones financieras globales, limitando las presiones inflacionistas fuera de Estados Unidos y dando margen a las autoridades para adoptar medidas de estímulo.

El impacto, sin embargo, no ha sido nulo y ya se manifiesta en cambios de los patrones del comercio internacional, que están beneficiando a los países con menores barreras de acceso. Así, por ejemplo, China y Japón han reducido sus exportaciones a Estados Unidos, pero las han incrementado hacia otros destinos, incluida la Unión Europea. En Estados Unidos, la inflación ha repuntado, especialmente en los productos más expuestos a las importaciones —lo que evidencia el impacto de los aranceles—, mientras que el mercado laboral ha registrado un ligero aumento de la tasa de paro. El FMI estima que la acumulación de inventarios y la sucesión de anuncios de política comercial podrían estar retrasando la transmisión de los aranceles a los precios finales pagados por los consumidores.

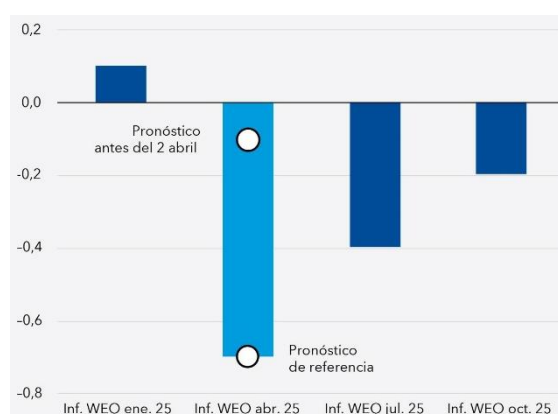
Desde el punto de vista financiero, el FMI advierte sobre cierta complacencia, ya que los profundos cambios —tensiones comerciales, incertidumbre y preocupación por la sostenibilidad fiscal— contrastan con la calma generalizada en los mercados financieros y los nuevos máximos alcanzados en diversos índices bursátiles. En este sentido, la institución señala que: (i) los modelos de valoración apuntan a precios de los activos de riesgo superiores a los justificados por sus fundamentales; (ii) las expansiones fiscales presionan el funcionamiento de los mercados de renta fija soberana; y (iii) persiste la vulnerabilidad derivada de la creciente interconexión entre los bancos y los intermediarios financieros no bancarios, cuyo papel es cada vez más central en los mercados financieros.

En conjunto, las vulnerabilidades financieras se mantienen elevadas y las tensiones podrían surgir si no se materializan las perspectivas de ganancias de productividad asociadas a la IA o ante un posible aumento de las rentabilidades de la deuda soberana que presione los balances de los bancos y de entidades con desajustes en sus vencimientos.

2. Revisión al alza respecto a abril de 2025, pero sin optimismo

El crecimiento global se desacelera del 3,3 % anual en 2024 al 3,2 % en 2025 y al 3,1 % en 2026, situándose todas estas tasas claramente por debajo del promedio de crecimiento económico anual propio previo a la pandemia (3,7 %). La principal desaceleración se concentrará en la segunda mitad de 2025 y a lo largo de 2026, antes de que la economía global retome la senda de recuperación. Aunque las revisiones negativas se han moderado, las perspectivas siguen por debajo de los niveles previos a la escalada arancelaria y a la incertidumbre iniciada en abril de 2025 (véase gráfico 1).

Gráfico 1. Revisiones al crecimiento global



Fuente: FMI.

Esta desaceleración se produce a pesar del apoyo de las políticas económicas. El FMI prevé una reducción progresiva del tipo de interés de referencia en Estados Unidos hasta situarlo en el rango 2,75-3,00 %, alcanzable según sus supuestos en 2028. En cuanto al BCE, las perspectivas se mantienen con el tipo de depósito en el 2,00 %. Por su parte, la política fiscal se considera más agresiva tanto en Estados Unidos —por el impacto de la One Big Beautiful Bill— como en la zona euro, impulsada por el aumento del gasto público previsto en Alemania. Cabe destacar que las dinámicas de deuda pública muestran un fuerte incremento de la ratio de deuda pública sobre el PIB en Estados Unidos (hasta el 143 % del PIB en 2030) y un aumento mucho más contenido en la zona euro (hasta el 92 % del PIB en 2030).

En Estados Unidos, se prevé un crecimiento económico del 2,0 % en 2025 y del 2,1 % en 2026. Las menores tasas arancelarias previstas, el impulso fiscal aprobado y la mejora de las condiciones financieras contribuyen a un ligero avance de las perspectivas. No obstante, estas se mantienen por debajo de niveles de años anteriores, en un contexto marcado por la incertidumbre, mayores barreras comerciales y un menor crecimiento del empleo debido a las restricciones a la inmigración. La inflación se revisa al alza, ya que las cadenas de suministro dejarán de poder absorber los aumentos de costes provocados por los aranceles y se trasladarán a los precios de los consumidores. Se espera que la inflación vuelva a niveles compatibles con el objetivo de la Fed (2,0 % anual) en 2027.

En la zona euro, se revisa al alza el crecimiento previsto para 2025, hasta el 1,2 %, y ligeramente a la baja para 2026, hasta el 1,1 %. La mejora en 2025 refleja la buena evolución de la primera

mitad de año; sin embargo, a pesar del impulso fiscal en Alemania, las perspectivas económicas de la región siguen lastradas por la elevada incertidumbre global y los aranceles.

En China, se prevé que el crecimiento alcance el 4,8 % en 2025 y se modere al 4,2 % en 2026.

La expansión fiscal adoptada y las treguas arancelarias han impulsado el consumo doméstico, compensando con creces el lastre de la política comercial de Estados Unidos y la incertidumbre asociada.

Se revisan al alza los volúmenes de comercio internacional, que crecerán un 3,6 % en 2025, impulsados por el fuerte dinamismo de la primera mitad del año con el objetivo de evitar la entrada en vigor de los aranceles. En cualquier caso, el comercio internacional crecerá por debajo del ritmo de la actividad económica en los próximos años, confirmando la continuidad de la tendencia hacia la desglobalización comercial.

A medio plazo, las perspectivas se deterioran en un entorno de fragmentación económica debido a la ausencia de reformas estructurales profundas necesarias para afrontar retos como el envejecimiento poblacional y la falta de dinamismo de la productividad.

Tabla 1. Previsiones macroeconómicas del FMI

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

Fuente: FMI.

3. Riesgos sesgados a la baja

Como en revisiones anteriores, los riesgos continúan sesgados a la baja e incluyen:

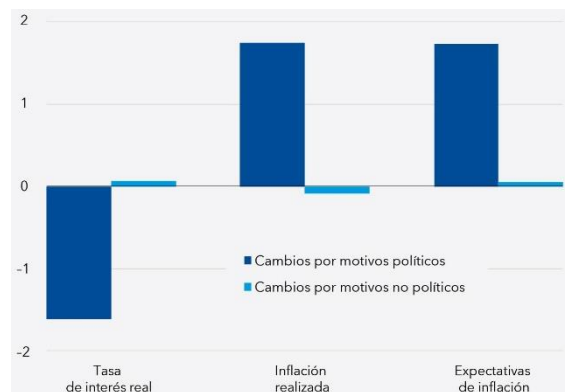
- (1) **La prolongación de la incertidumbre asociada a la política comercial y el aumento del proteccionismo.** La persistencia de la incertidumbre deterioraría las perspectivas globales, lastrando la inversión empresarial, dificultando su gestión y generando volatilidad en su producción. Nuevas medidas proteccionistas podrían provocar nuevas rupturas y fragmentación de las cadenas de producción, aumentando la incertidumbre ya existente sobre los acuerdos comerciales anunciados hasta la fecha.
- (2) **Las restricciones migratorias en los países desarrollados** podrían limitar el potencial de crecimiento de las economías y generar presiones sobre los precios, ya que los aumentos salariales se traducirían en incrementos de los precios de los servicios.
- (3) **La interacción entre las fragilidades fiscales y los mercados financieros.** Un aumento de las rentabilidades de la deuda soberana podría generar dinámicas adversas, como el incremento del coste del pago de intereses o la necesidad de recortes en políticas sociales, especialmente en países con niveles elevados de deuda o con vencimientos a corto plazo. La centralidad de los bonos soberanos en los mercados financieros podría repercutir, a través de los intermediarios financieros no bancarios, en otros activos, que podrían experimentar correcciones. Estos ajustes serían más probables y marcados en aquellos activos cuyas valoraciones se encuentren más alejadas de sus fundamentales.
- (4) **La revaloración de las nuevas tecnologías y sus valoraciones asociadas,** especialmente relevante en inteligencia artificial (IA) y grandes empresas tecnológicas. Cabe destacar

que el FMI también identifica la IA como un riesgo al alza, que podría impulsar la dinámica empresarial y la productividad.

- (5) **La erosión de la calidad institucional** de instituciones independientes, como los bancos centrales y los organismos de elaboración estadística, podría limitar su capacidad de cumplir sus mandatos (véase gráfico 2) y reducir la confianza del público en las fuentes oficiales.

Existen posibles riesgos al alza sobre el escenario, asociados a la reducción de la incertidumbre y de los niveles arancelarios, incluyendo los posibles acuerdos comerciales centrados en áreas como el comercio internacional de servicios, la reducción de trabas administrativas y la integración de los mercados de capitales.

Gráfico 2. Impacto tras seis meses del cambio de gobernador del Banco Central



Fuente: FMI.

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.*