

El Fons Monetari Internacional (FMI) ha publicat la seva actualització semestral de perspectives, recollida en els seus dos informes de referència: el *World Economic Outlook* i el *Global Financial Stability Report*.

1. Tot i la complexitat de la lectura, les perspectives es deterioren

L'escalada aranzelària ha estat més baixa d'allò que es preveia l'abril del 2025, en part a causa de la resposta limitada de tercers països davant dels anuncis dels Estats Units i, en part, dels recents acords comercials, excepcions i treves. Així i tot, l'FMI subratlla que els aranzels continuen molt per sobre dels nivells vigents fa un any i que la incertesa al voltant de la política comercial continua sent elevada davant l'absència d'acords comercials clars, transparents i duradors.

Entre altres canvis rellevants en les polítiques econòmiques, destaquen:

- (i) una forta **caiguda dels fluxos migratoris**, fruit de l'augment de les restriccions en alguns dels països que tradicionalment havien estat els principals receptors;
- (ii) l'adopció de **polítiques fiscals expansives** en un bon nombre de països, incloses les centrades en l'augment de la despesa en defensa; i
- (iii) una notable **reducció dels fluxos d'ajuda al desenvolupament** destinats als països menys desenvolupats, que ja havien registrat un retrocés del 9 % el 2024.

Per ara, l'impacte de les mesures proteccionistes sobre l'activitat i els preus ha estat limitat.

L'FMI adverteix que aquesta resistència no es deu a la fortaleza de la demanda, sinó a certes distorsions i factors mitigants. Més enllà de la reducció dels aranzels inicialment anunciats, diversos elements han contribuït a suavitzar-ne els efectes:

- (1) L'avançament de decisions de consum i inversió (**front-loading**) per part de les llars i les empreses per evitar aranzels més elevats, cosa que va impulsar l'activitat de manera notable durant la primera meitat del 2025.
- (2) Els **marges empresarials elevats**, afavorits per les altes taxes d'inflació vigents des de la crisi de la COVID-19.
- (3) La **depreciació del dòlar nord-americà**, que ha donat suport al comerç internacional i ha relaxat les condicions financeres globals, limitant les pressions inflacionistes fora dels Estats Units i donant marge a les autoritats per adoptar mesures d'estímul.

L'impacte, però, no ha estat nul i ja es manifesta en canvis dels patrons del comerç internacional, que beneficien els països amb menys barreres d'accés. Així, per exemple, la Xina i el Japó han reduït les exportacions als Estats Units, però les han incrementades cap a altres destinacions, inclosa la Unió Europea. Als Estats Units, la inflació ha repuntat, especialment en els productes més exposats a les importacions —fet que evidencia l'impacte dels aranzels—, mentre que el mercat laboral ha registrat un lleuger augment de la taxa d'atur. L'FMI estima que l'acumulació d'inventaris i la successió d'anuncis de política comercial podrien estar endarrerint la transmissió dels aranzels als preus finals pagats pels consumidors.

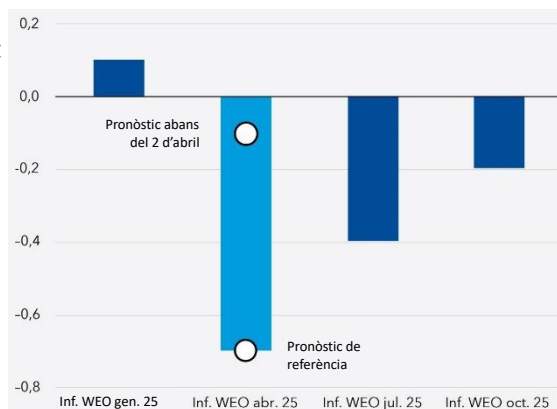
Des del punt de vista financer, l'FMI adverteix sobre certa complaença, ja que els profunds canvis —tensions comercials, incertesa i preocupació per la sostenibilitat fiscal— contrasten amb la calma generalitzada en els mercats financers i els nous màxims assolits en diversos índexs borsaris. En aquest sentit, la institució assenyala que: (i) els models de valoració indiquen preus dels actius de risc superiors als justificats pels seus fonamentals; (ii) les expansions fiscals pressionen el funcionament dels mercats de renda fixa sobirana; i (iii) persisteix la vulnerabilitat derivada de la creixent interconnexió entre els bancs i els intermediaris financers no bancaris, el paper dels quals és cada vegada més central en els mercats financers.

En conjunt, les vulnerabilitats financeres es mantenen elevades i les tensions podrien sorgir si no es materialitzen les perspectives de guanys de productivitat associats a la IA o davant d'un possible augment de les rendibilitats del deute sobirà que pressioni els balanços dels bancs i d'entitats amb desajustos en els seus venciments.

2. Revisió a l'alça respecte a l'abril del 2025, però sense optimisme

El creixement global es desaccelera del 3,3 % anual el 2024 al 3,2 % el 2025 i al 3,1 % el 2026, situant-se totes aquestes taxes clarament per sota de la mitjana de creixement econòmic anual pròpia abans de la pandèmia (3,7 %). La principal desacceleració es concentrarà a la segona meitat del 2025 i al llarg del 2026, abans que l'economia global reprengui el camí de recuperació. Tot i que les revisions negatives s'han moderat, les perspectives continuen per sota dels nivells previs a l'escalada aranzelària i a la incertesa iniciada l'abril del 2025 (vegeu el gràfic 1).

Gràfic 1. Revisions al creixement global



Font: FMI.

Aquesta desacceleració es produeix malgrat el suport de les polítiques econòmiques. L'FMI preveu una reducció progressiva del tipus d'interès de referència als Estats Units fins a situar-lo en el rang 2,75-3,00 %, assolible segons els seus supòsits el 2028. Pel que fa al BCE, les perspectives es mantenen amb el tipus de dipòsit al 2,00 %. Per la seva banda, la política fiscal es considera més agressiva tant als Estats Units —per l'impacte de la One Big Beautiful Bill— com a la zona euro, impulsada per l'augment de la despesa pública prevista a Alemanya. Cal destacar que les dinàmiques de deute públic mostren un fort increment de la ràtio de deute públic sobre el PIB als Estats Units (fins al 143 % del PIB el 2030) i un augment molt més contingut a la zona euro (fins al 92 % del PIB el 2030).

Als Estats Units, es preveu un creixement econòmic del 2,0 % el 2025 i del 2,1 % el 2026. Les taxes aranzelàries previstes més baixes, l'impuls fiscal aprovat i la millora de les condicions financeres contribueixen a un lleuger progrés de les perspectives. No obstant això, aquestes es mantenen per sota de nivells d'anys anteriors, en un context marcat per la incertesa, barreres comercials més grans i un creixement més baix de l'ocupació a causa de les restriccions a la immigració. La inflació es revisa a l'alça, ja que les cadenes de subministrament deixaran de poder absorbir els augments de costos provocats pels aranzels i els traslladaran als preus dels consumidors. S'espera que la inflació torni a nivells compatibles amb l'objectiu de la Fed (2,0 % anual) el 2027.

A la zona euro, es revisa a l'alça el creixement previst per al 2025, fins a l'1,2 %, i lleugerament a la baixa per al 2026, fins a l'1,1 %. La millora del 2025 reflecteix la bona evolució de la primera

meitat de l'any; no obstant això, malgrat l'impuls fiscal a Alemanya, les perspectives econòmiques de la regió continuen llastades per l'elevada incertesa global i els aranzels.

A la Xina, es preveu que el creixement arribi al 4,8 % el 2025 i es moderi al 4,2 % el 2026.

L'expansió fiscal adoptada i les treves aranzelàries han impulsat el consum domèstic, compensant amb escreix el llast de la política comercial dels Estats Units i la incertesa associada.

Es revisen a l'alça els volums de comerç internacional, que creixeran un 3,6 % el 2025, impulsats pel fort dinamisme de la primera meitat de l'any amb l'objectiu d'evitar l'entrada en vigor dels aranzels. En qualsevol cas, el comerç internacional creixerà per sota del ritme de l'activitat econòmica els anys vinents i confirmarà la continuïtat de la tendència cap a la desglobalització comercial.

A mitjà termini, les perspectives empitjoren en un entorn de fragmentació econòmica a causa de l'absència de reformes estructurals profundes necessàries per afrontar reptes com l'envelliment poblacional i la falta de dinamisme de la productivitat.

Taula 1. Previsions macroeconòmiques de l'FMI

(PIB real, variació percentual anual)	2024	2025	2026
Producció mundial	3,3	3,2	3,1
Economies avançades	1,8	1,6	1,6
Estats Units	2,8	2,0	2,1
Zona euro	0,9	1,2	1,1
Alemanya	-0,5	0,2	0,9
França	1,1	0,7	0,9
Itàlia	0,7	0,5	0,8
Espanya	3,5	2,9	2,0
Japó	0,1	1,1	0,6
Regne Unit	1,1	1,3	1,3
Canadà	1,6	1,2	1,5
Altres economies avançades	2,3	1,8	2,0
Economies emergents i en desenvolupament	4,3	4,2	4,0
Economies emergents i en desenvolupament de l'Àsia	5,3	5,2	4,7
Xina	5,0	4,8	4,2
Índia	6,5	6,6	6,2
Economies emergents i en desenvolupament d'Europa	3,5	1,8	2,2
Rússia	4,3	0,6	1,0
Amèrica Llatina i el Carib	2,4	2,4	2,3
Brasil	3,4	2,4	1,9
Mèxic	1,4	1,0	1,5
Orient Mitjà i Àsia central	2,6	3,5	3,8
Aràbia Saudita	2,0	4,0	4,0
Àfrica subsahariana	4,1	4,1	4,4
Nigèria	4,1	3,9	4,2
Sud-àfrica	0,5	1,1	1,2
<i>Partides informatives</i>			
Economies emergents i d'ingrés mitjà	4,3	4,1	3,9
Països en desenvolupament d'ingrés baix	4,2	4,4	5,0

Font: FMI.

3. Riscos esbiaixats a la baixa

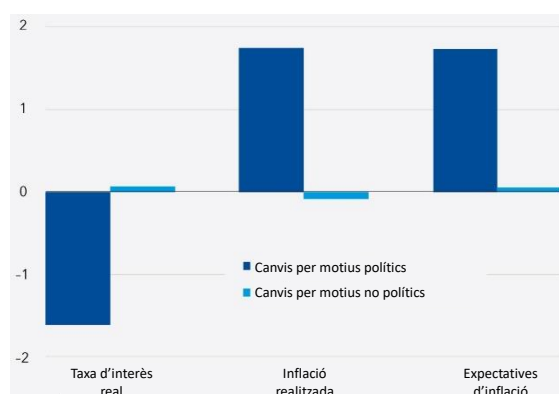
Com en revisions anteriors, els riscos continuen esbiaixats a la baixa i inclouen:

- (1) **La prolongació de la incertesa associada a la política comercial i l'augment del proteccionisme.** La persistència de la incertesa deterioraria les perspectives globals, llastant la inversió empresarial, dificultant-ne la gestió i generant volatilitat en la seva producció. Noves mesures proteccionistes podrien provocar noves ruptures i fragmentació de les cadenes de producció, augmentant la incertesa ja existent sobre els acords comercials anunciats fins ara.
- (2) **Les restriccions migratòries als països desenvolupats** podrien limitar el potencial de creixement de les economies i generar pressions sobre els preus, ja que els augments salarials es traduirien en increments dels preus dels serveis.
- (3) **La interacció entre les fragilitats fiscals i els mercats financers.** Un augment de les rendibilitats del deute sobirà podria generar dinàmiques adverses, com ara l'increment del cost del pagament d'interessos o la necessitat de retallades en polítiques socials, especialment en països amb nivells de deute elevats o amb venciments a curt termini. La centralitat dels bons sobirans en els mercats financers podria repercutir, a través dels intermediaris financers no bancaris, en altres actius, que podrien experimentar correccions. Aquests ajustos serien més probables i marcats en aquells actius les valoracions dels quals estiguin més allunyades dels seus fonamentals.
- (4) **La revaloració de les noves tecnologies i les seves valoracions associades,** especialment rellevant en intel·ligència artificial (IA) i grans empreses tecnològiques. Cal destacar que l'FMI també identifica la IA com un risc a l'alça, que podria impulsar la dinàmica empresarial i la productivitat.

- (5) **L'erosió de la qualitat institucional** d'institucions independents, com ara els bancs centrals i els organismes d'elaboració estadística, podria limitar la seva capacitat de complir els seus mandats (vegeu el gràfic 2) i reduir la confiança del públic en les fonts oficials.

Hi ha possibles riscos a l'alça sobre l'escenari, associats a la reducció de la incertesa i dels nivells aranzelaris, incloent-hi els possibles acords comercials centrats en àrees com el comerç internacional de serveis, la reducció de traves administratives i la integració dels mercats de capitals.

Gràfic 2. Impacte després de sis mesos del canvi de governador del Banc Central



Font: FMI.

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. La Comissió Nacional del Mercat de Valors supervisa aquests serveis.

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.

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 Crèdit. Tots els drets reservats.