

Las decisiones políticas marcarán la economía internacional

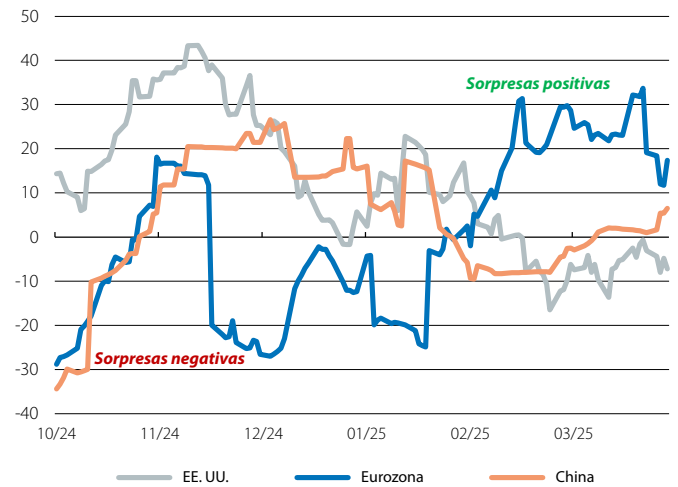
En el último mes, hemos asistido a un significativo aumento de la incertidumbre (véase la [coyuntura de Mercados](#)). A diferencia de lo que hemos vivido en los últimos tres años, ahora empieza a mirarse con cierta precaución el impacto que las políticas de la actual Administración Trump puedan tener sobre su evolución. La última, y más disruptiva, han sido los aranceles anunciados en el denominado *Liberation Day* y que, de aplicarse, finalmente supondrían que el arancel medio sobre las importaciones de EE. UU. pasaría del 3% a situarse en torno al 25%, máximo en el último siglo. Por el momento, desde el 5 de abril está vigente un arancel universal del 10% y Trump ha dejado en suspenso durante 90 días los incrementos adicionales salvo para China, con la que ha entrado en una intensa escalada proteccionista. Se abre, por tanto, una nueva fase, protagonizada ahora por unas negociaciones que podrían desembocar en aranceles inferiores a los inicialmente anunciados o, en el escenario más negativo, derivar en represalias que aumentarían los riesgos de una guerra comercial. Por el momento, el aumento de incertidumbre y el incremento en el nivel de los aranceles introducen riesgos a la baja sobre el crecimiento global, así como al alza para la inflación en EE. UU., siendo más incierto el impacto en precios para el resto del mundo.

Alemania alcanza un pacto histórico para reformar el «freno de deuda» y aprobar un abultado paquete fiscal. Los tres partidos mayoritarios del Parlamento saliente (CDU/CSU, SPD y los Verdes), que superaban holgadamente los dos tercios de los escaños, lograron un acuerdo para modificar la constitución y flexibilizar el conocido freno de deuda, introducido en 2009, que establecía que el déficit público estructural no debe superar el 0,35% del PIB y que solo se deshabilitó durante la pandemia de COVID. De este modo, se ha aprobado un Fondo de Inversión en Infraestructuras por 500.000 millones de euros (el 12% del PIB de 2024) para los próximos 12 años, se ha decidido elevar el gasto en defensa hasta que alcance el 3,5% del PIB (2,1% actual), al tiempo que se establece que el gasto en defensa que supere el 1% del PIB no computará para el freno de deuda. Además, la Comisión Europea ha anunciado su plan *ReArm Europe*, con el que planea fortalecer las capacidades militares del continente, dotado de unos 800.000 millones de euros (4,5% del PIB de 2024) durante los próximos cuatro años. Para ello, se incentivará la inversión privada en la industria de defensa, se facilitará que los Estados miembros aumenten su gasto en defensa a través de la flexibilización temporal de los límites fiscales de la UE y se creará el instrumento de acción para la seguridad en Europa (SAFE, por sus siglas en inglés). El SAFE otorgaría préstamos a los Estados miembros y estaría dotado con 150.000 millones de euros, de los cuales una buena parte podrían proceder de los préstamos ya aprobados en el marco de los fondos NGEU que no han sido solicitados por los países.

Escenario muy incierto para la economía de la eurozona. El importante volumen de las medidas anunciadas dará soporte al crecimiento, sobre todo en 2026 y 2027. Con todo, hay que mostrar cierta cautela, no solo porque el aumento del proteccionismo comercial limitaría la magnitud del impulso fiscal anunciado, sino porque todavía falta por concretar cómo se va a llevar a cabo el aumento del gasto en defensa en la UE o el calendario para implementar el Fondo de Inversión en Infraestructuras alemán, así como el multiplicador fiscal de estas medidas. La experiencia con los fondos NGEU (véase el Dossier «[La capacidad transformadora del NGEU y de otros planes de estímulo fiscal](#)», en el IM03/2025) muestra las dificultades para llevar a la práctica proyectos de inversión masivos. Por el momento, los indicadores de opinión

Índice de sorpresas económicas

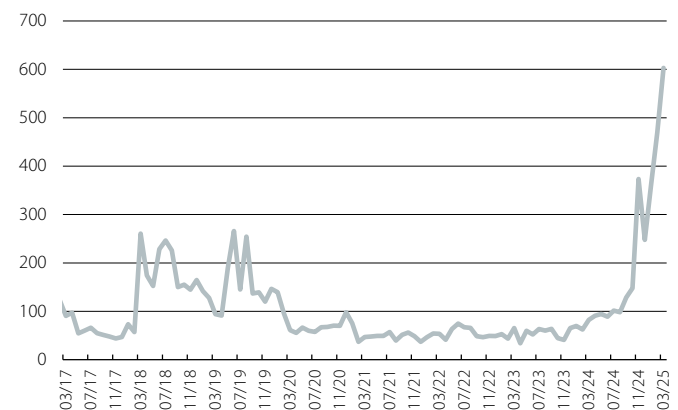
Desviación respecto a lo esperado



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Citigroup.

Índice de incertidumbre en política comercial

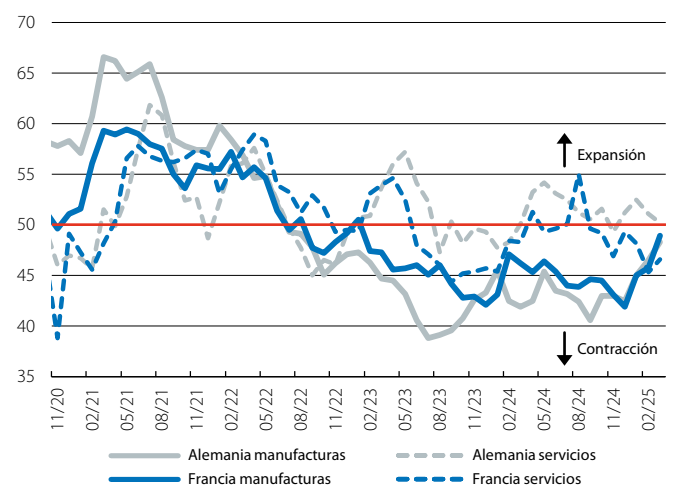
Frecuencia con la que se repiten en prensa conceptos relativos a incertidumbre en política comercial



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. y Raffo, A. (2020). Actualizados en <https://www.matteoiacoviello.com/tpu.htm#overview>.

Eurozona: PMI por componentes

Índice



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global.

empresarial mejoraron ante la expectativa de este estímulo fiscal, pero todavía no han recogido el posible impacto de los últimos aranceles anunciados por Trump. De hecho, en marzo, en Alemania el indicador de sentimiento económico ZEW registró su mayor subida en casi dos años, y el de confianza empresarial Ifo alcanzó máximos desde verano de 2024 (+1,4 puntos, hasta 86,7); al tiempo que en la eurozona el PMI compuesto subió hasta 50,4, tercer mes consecutivo por encima del umbral de 50, que indica crecimiento positivo, gracias al sector manufacturero.

En EE.UU. aumentan los riesgos de una desaceleración económica más intensa. El continuo tira y afloja en materia arancelaria y el recorte del gasto público han impulsado los temores, intensificados tras el *Liberation Day*, de que la economía registre un mayor freno del previsto. La confianza del consumidor ha sido la primera en acusar este aumento de la incertidumbre ante el temor de los hogares a un deterioro del mercado de trabajo y a un repunte de la inflación debido al proteccionismo comercial. Así, el índice de la Conference Board lleva cayendo todo el año y, en marzo, se situó en mínimos desde enero de 2021. Sin embargo, los indicadores de clima y opinión empresarial, que apuntan a cierta moderación de la actividad en el 1T 2025, todavía se mantienen en valores compatibles con crecimientos positivos pero modestos. De hecho, en marzo, el PMI compuesto subió con fuerza (+1,9 puntos, hasta 53,5) y el ISM de servicios logró mantenerse en valores por encima del umbral de 50 (50,8 vs. 53,5), mientras que el ISM para manufacturas se situó en referencias que apuntan a un práctico estancamiento (49,0 vs. 50,3).

Un mercado de trabajo todavía muy dinámico en el 1T. En marzo, se crearon 228.000 empleos no agrícolas, la tasa de paro aumentó apenas 0,1 p. p., hasta el 4,2%, y los despidos se situaron en mínimos del 1,0% del empleo total. Estos datos ponen de relieve que el efecto de las medidas adoptadas por el DOGE, y que se han traducido en una pérdida acumulada de unos 14.000 empleos federales entre febrero y marzo, está siendo, de momento, bastante reducido. Esto es así porque el sector público representa apenas un 15% del empleo no agrícola total, reduciéndose a un mero 1,8% en el caso del empleo federal.

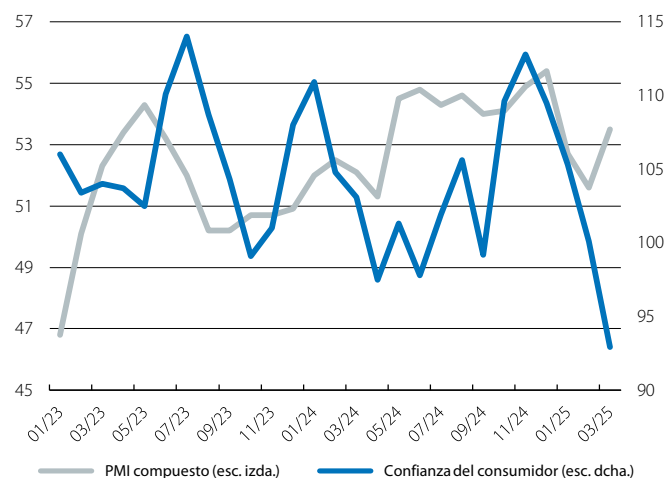
Riesgos al alza para la inflación en EE. UU. y sin sesgo claro en la eurozona. En febrero, tanto la inflación general como la subyacente en EE. UU. cayeron 0,2 p. p., hasta el 2,8% y el 3,1% respectivamente, en lo que es el primer descenso en cinco meses. Pese a lo positivo del dato, los riesgos sobre la inflación siguen concentrados al alza por el contexto actual de agravamiento de las tensiones comerciales. De hecho, la Fed, en su escenario macroeconómico de marzo, revisó al alza la inflación, precisamente, por el impacto de los aranceles y el aumento de la incertidumbre. De este modo, la Fed retrasa hasta 2027 el momento en que la inflación vuelva a su objetivo del 2,0%. Mientras, en la eurozona, la inflación retomó su senda de moderación: en marzo, la general cayó 0,1 p. p., hasta el 2,2%, y la subyacente 0,2 p. p., hasta el 2,4%, gracias a que la inflación en servicios sigue descendiendo (3,4% vs. 3,7%) y ya marca mínimos desde junio de 2022. Además, el BCE revisó modestamente al alza su estimación para la inflación en 2025, pero mantuvo sin cambios sus previsiones para los dos próximos años.

China tendrá que seguir aplicando medidas de estímulo para cumplir sus objetivos de crecimiento. En su reunión anual de las Dos Sesiones, el Gobierno chino volvió a fijar un objetivo de crecimiento en torno al 5% y, para conseguirlo, aplicará una política fiscal «moderadamente expansiva», todavía muy sesgada a medidas por el lado de la oferta. Sin embargo, la escalada proteccionista bilateral con EE. UU. ha elevado las preocupaciones sobre la economía china (las exportaciones a EE. UU. representan en torno al 3% de su PIB).

EE. UU.: índices de confianza

(Índice = 50)

(Índice = 100)

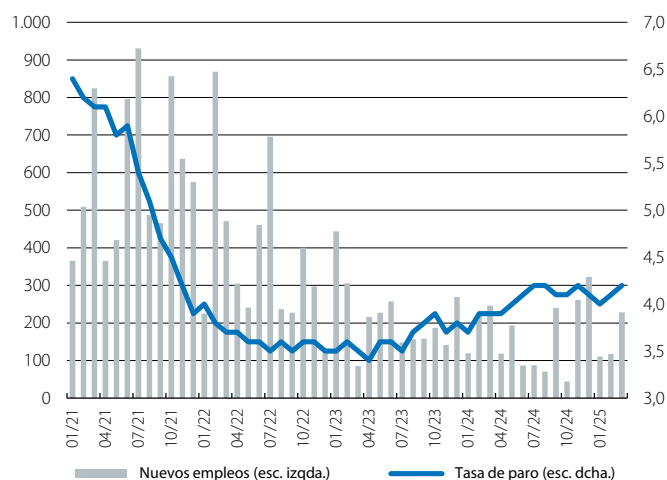


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Conference Board y de S&P Global.

EE. UU.: mercado de trabajo

(Miles de personas)

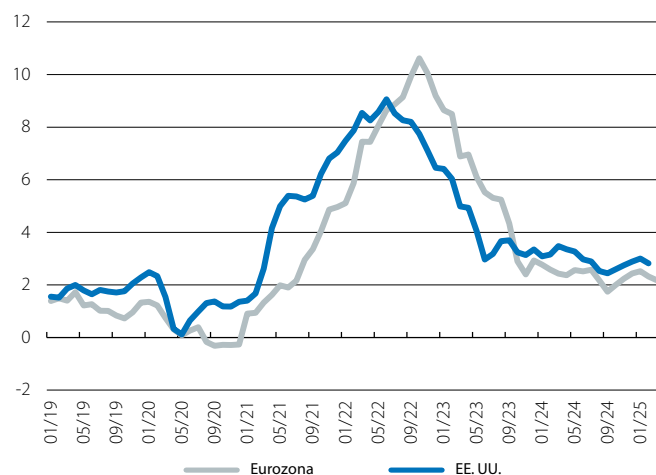
(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

Inflación general

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y del Bureau of Labor Statistics.