

Estrategia Global

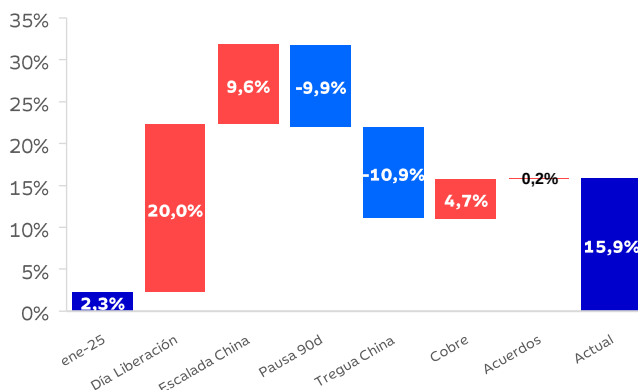
Tras seis meses desde el 2 de abril, ¿Cuál ha sido el impacto de los aranceles en la economía?

El año 2025 ha sido volátil, con gran parte de la dinámica impulsada por una reorganización de las prioridades políticas en Estados Unidos y la adaptación de otras economías a nuevas realidades. Las noticias comerciales han dominado los titulares y, junto con ellas, han fluctuado las perspectivas percibidas para la economía global.

La Administración Trump, ya en campaña, se puso un objetivo claro: depender menos de las importaciones y del exterior, y volver a potenciar la industria nacional, sobre todo en segmentos geoestratégicos. La principal arma para tratar de alcanzar estos objetivos han sido los aranceles.

El deseo proteccionista de Trump fue una realidad el pasado 2 de abril, donde el arancel promedio sobre las importaciones en EE. UU. pasó del 2,3% al 22,3%. Desde entonces, ha habido pausas, extensiones de las pausas, negociaciones y acuerdos. En el momento actual, nos encontramos con un arancel promedio aproximado del 15,9%, algo menor al del *Día de la Liberación*, pero muy por encima del 2,3% con el que empezamos el año.

Ilustración 1: Estimación arancel efectivo promedio EE. UU.

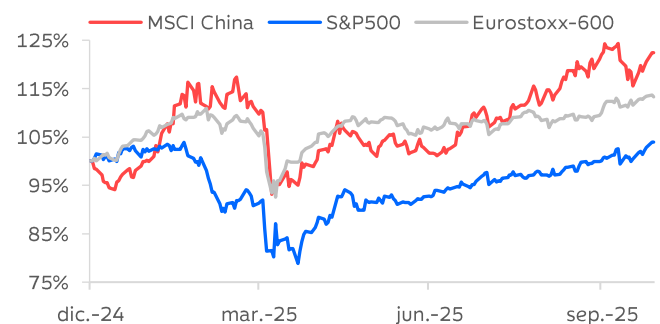


Fuente: Bank of America Research, Ibercaja Gestión.

Todavía existe cierta incertidumbre acerca de un potencial acuerdo con China y en torno a la resolución del Tribunal Supremo sobre la validez de la IEEPA (mecanismo utilizado por la Administración Trump para saltarse el congreso y aprobar aranceles). Presumiblemente, antes de finales de año estos dos frentes deberían esclarecerse y podrían ser dos puntos que traigan volatilidad a los mercados.

Desde el inicio del año los inversores han ido reaccionando a los cambios en la política arancelaria. Pese a que Europa fue la ganadora en los primeros meses, a partir de mayo la tendencia se revirtió y los índices de EE. UU. y China han experimentado un mejor comportamiento. El oro, por su parte, ha seguido su tendencia ascendente y ha llegado a superar los 4.300\$/onza.

Ilustración 2: Evolución de los índices de Europa, China y EE. UU. desde inicio de año.



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión. **Nota:** Los retornos se miden en moneda local.

Más allá de lo que nos espera en los próximos meses, resulta interesante ver cómo los aranceles han impactado e impactan a la economía real. El Fondo Monetario Internacional (FMI), ha publicado un informe donde analizan algunos puntos clave.

El impacto en el crecimiento ha sido moderado

Las previsiones del FMI de abril se han visto ahora revisadas al alza. En un primer momento el impacto de los aranceles se estimó que reduciría un -0,5% el crecimiento en el PIB mundial en 2025, situándolo en el 2,8%. Hasta la fecha el impacto de los aranceles no ha afectado demasiado ni al crecimiento ni a los precios y, por este motivo, se produce una revisión al alza del 0,4%.

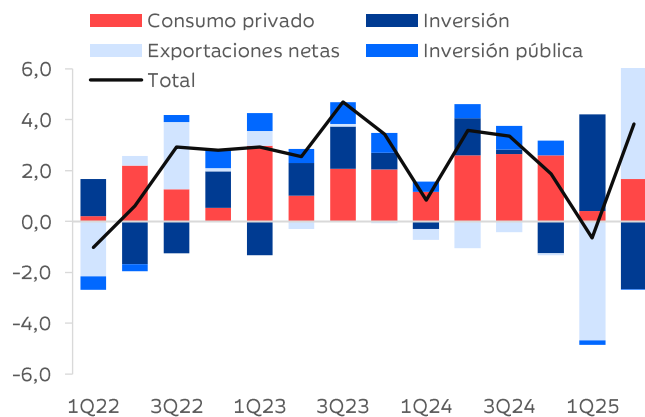
El impacto de los aranceles ha sido menor de lo esperado por varios motivos. En primer lugar, las tasas efectivas de los aranceles, tras los acuerdos, han resultado ser menores de lo previamente establecido. Por otro lado, la actividad ha mostrado una resiliencia inesperada y los precios no se han visto tan afectados.

Los consumidores y las empresas se anticiparon a los aranceles y consumieron y acumularon inventario antes. Esto se tradujo en un impulso en la actividad en

EE. UU. en el primer trimestre del 2025 -pese al decrecimiento del 0,6% por las importaciones-, que derivó en un crecimiento del PIB en el segundo trimestre del 3,8% (trimestral anualizado).

En China, el efecto fue opuesto. Mientras en el primer trimestre el crecimiento anualizado era del 6,1%, con una gran contribución de las exportaciones, en el segundo caía al 4,2%, con las exportaciones lastrando.

Ilustración 3: Crecimiento del PIB en EE. UU. (%)



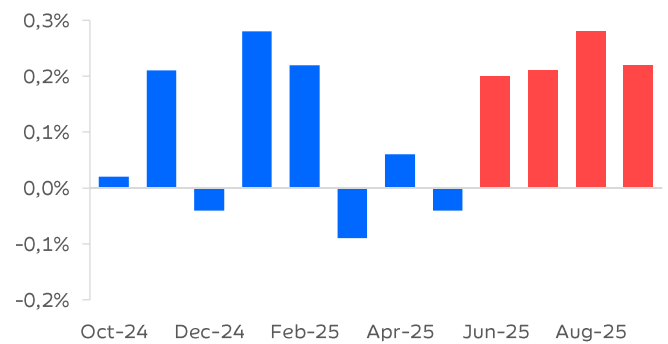
Fuente: Bureau of Economic Analysis, Ibercaja Gestión.

Se empieza a ver el efecto de los aranceles en los niveles de precios

En cuanto a los niveles de precios, tanto la inflación subyacente como la general no han registrado fuertes repuntes. Pese a esto, el análisis por componentes empieza a reflejar que los bienes más expuestos a los aranceles, es decir, los que cuentan con una mayor intensidad importadora, sí que están sufriendo incrementos en los precios. Según BofA, en términos generales, el IPC subyacente de EE. UU. sin aranceles podría ser entre 30 y 50 pb más bajo.

Para explicar el ligero traspaso de los aranceles a precios finales -contrario al fuerte repunte transitorio que se esperaba- la clave reside en que el adelanto de las importaciones vino motivado por la percepción de potenciales incrementos en los precios. Es decir, como el *timing* de la incertidumbre es “conocido” (por ejemplo, la fecha en la que expira una pausa comercial o en la que se celebra una negociación) las empresas pueden planear: adelantan el acopio de inventarios y van incrementando precios lentamente, provocando aumentos graduales de la inflación. Haciendo una lectura de los últimos datos de inflación en EE. UU., la teoría casa con la realidad: los precios de los bienes esenciales “core goods” acumulan ya cuatro incrementos consecutivos del 0,2% mensual, reflejando inequívocamente el efecto de los aranceles.

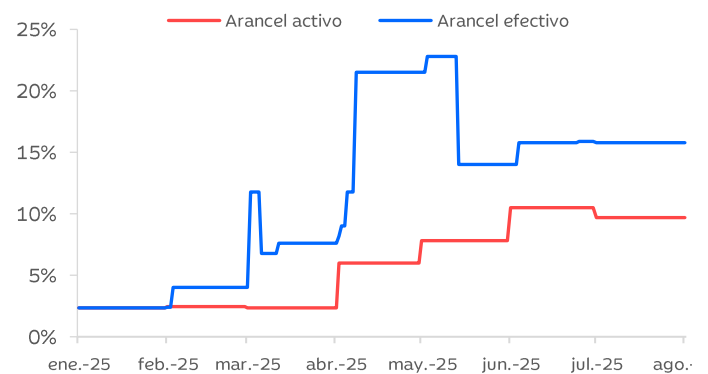
Ilustración 4: Evolución mensual precios core goods en EE. UU.



Fuente: Bureau of Labor Statistics, Ibercaja Gestión

Además, se ha producido un retraso en la entrada en vigor de los aranceles, que queda reflejado en la diferencia entre lo anunciado (arancel efectivo) y lo recaudado (arancel activo).

Ilustración 5: Evolución del arancel global de EE. UU.

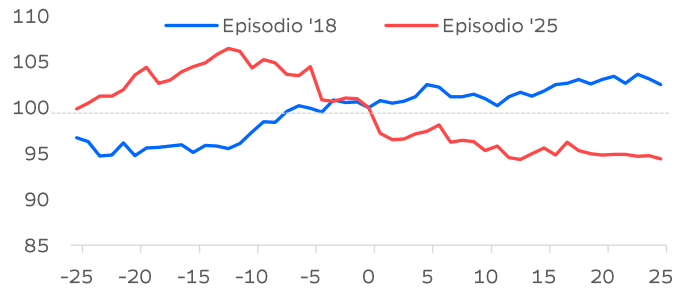


Fuente: Fondo Monetario Internacional, Ibercaja Gestión. **Nota:** El arancel efectivo es un cálculo a partir de los anuncios oficiales y los pesos de los países y los bienes en las importaciones. El arancel activo representa lo recaudado con los aranceles sobre el volumen total de importaciones.

El dólar se deprecia y el tipo de cambio no equilibra la balanza comercial

En el desarrollo de la evolución del incremento de los precios el dólar tiene un papel importante. La teoría económica dice que establecer aranceles impacta sobre la moneda local -el dólar- apreciándola. Con esta apreciación, el mayor coste de los bienes por los aranceles se reduce, ya que con los mismos dólares que antes se accede a más bienes. Esto suele traducirse en un menor efecto de los aranceles en la balanza comercial, ya que el efecto reductor de los aranceles se compensa parcialmente con la apreciación de la divisa. En el 2018, cuando Trump decidió imponer aranceles sobre China, el dólar se comportó así, pero no lo ha hecho esta vez, donde incluso hemos visto como el dólar se ha depreciado.

Ilustración 6: Evolución del DXY en fechas clave



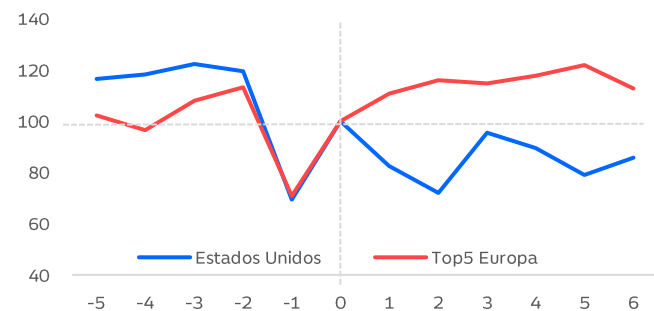
Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión. **Nota:** En el episodio '18 la fecha $t=0$ representa el 6 de julio y en el episodio '25 representa el 4 de abril. El DXY muestra la evolución del USD vs una cesta de 6 divisas.

Esto es muy relevante. Las empresas que exportan a EE. UU. y venden en dólares –lo cual es habitual–, en un escenario donde el dólar se aprecia compensan parte de la pérdida de margen por compresión de precios de los aranceles con el tipo de cambio. En el contexto actual, con el dólar depreciándose, los márgenes deberían deteriorarse doblemente si las empresas exportadoras no son capaces de incrementar los precios. Por ahora, los precios de las importaciones no han caído, es decir, las empresas exportadoras no están absorbiendo el efecto de los aranceles –más allá del perjuicio que genera la devaluación del dólar–. Esto implica que los consumidores, y en especial las empresas estadounidenses, son los que están soportando el efecto.

Los flujos comerciales ya sufren distorsiones

Más allá de los precios y el crecimiento, los aranceles afectan al comercio mundial. Los datos del segundo trimestre muestran una desaceleración, sobre todo provocado por la caída de las importaciones en EE. UU. Los aranceles llevan a que las rutas comerciales se alteren. En este caso, parte de la caída en las exportaciones de China a EE. UU. se ha compensado con ventas a la eurozona.

Ilustración 7: Evolución de las exportaciones de China



Fuente: General Administration of Customs of the People's Republic of China, Ibercaja Gestión. **Nota:** la fecha $t=0$ representa el mes de abril. El Top 5 Europa es la suma de Alemania, Francia, Italia, Países Bajos y España.

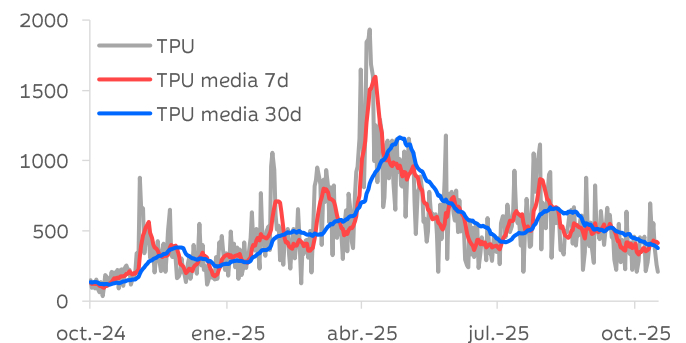
La incertidumbre se traslada a las empresas e inversores

Otra de las cuestiones clave es si los niveles de incertidumbre comercial se normalizarán en algún momento cercano. Los acuerdos arancelarios que ha ido alcanzando EE. UU. con el resto del mundo contribuyen a ello, aunque difícilmente nos llevarán a los niveles previos, ya que muchos de ellos cuentan con compromisos muy exigentes y áreas grises que abren la puerta a futuras tensiones y renegociaciones comerciales. En la actualidad, todavía estamos lejos de alcanzar una situación de equilibrio, a pesar de conocerse ya la gran mayoría de los acuerdos.

En este escenario, es probable que la incertidumbre económica siga lastrando el crecimiento mundial. Ahora bien, ¿A través de qué canales se materializan los efectos negativos de la incertidumbre en la actividad económica? Esencialmente existen dos. En primer lugar, bajo el clásico método de opciones reales, las empresas reaccionan paralizando o atrasando sus proyectos ante aumentos de incertidumbre. Esto es así por el simple motivo de que esperar es más barato –o menos costoso– que realizar una mala inversión. En este sentido, los hogares registran un patrón de comportamiento similar; postponen las compras de bienes duraderos y reducen su gasto a lo esencial. En segundo lugar, cuando se perciben estos riesgos, la tasa de ahorro de los hogares aumenta, reduciendo el crecimiento del gasto.

La incertidumbre, además de afectar a las empresas y al crecimiento económico, tiene un impacto directo en los inversores. Existe evidencia empírica de que hay una relación directa entre los incrementos en el índice de incertidumbre comercial (TPU) y un mayor retorno requerido por parte de los inversores para invertir en activos de riesgo (Bianconi, et al., 2021).

Ilustración 8: Evolución de la incertidumbre comercial



Fuente: Caldara et al. (2020), “The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty”, Ibercaja Gestión. **Nota:** Las medidas de incertidumbre son índices basados en noticias y medios de comunicación que cuantifican la atención mediática a las noticias globales relacionadas con la incertidumbre general.

Cuando la incertidumbre comercial aumenta, las empresas más expuestas a ello, por estar más globalizadas o por tener una relación comercial directa entre los países o regiones afectados, son las más penalizadas. Los inversores exigen una prima de riesgo por invertir en este tipo de activos que, a posteriori, cuando se produce una reducción de la incertidumbre, da lugar a mejores rendimientos de media.

El nuevo orden mundial tendrá inevitablemente impacto en el crecimiento

Lo que queda claro es que la economía va encaminada hacia un escenario de mayor fragmentación y asilamiento entre países. Los aranceles, que hasta ahora han sido esquivados con cambios en las rutas, reorganización de la producción y ruptura de alianzas comerciales, provocan que la asignación de los recursos productivos sea subóptima.

Esta situación tiene, sin duda, un impacto negativo en el crecimiento a largo plazo. Esto no significa que el crecimiento vaya a ser negativo, o que vayamos a ver una recesión por el efecto de los aranceles. Existen otras variables -como el desarrollo de la IA- que están impactando positivamente en el crecimiento y que se espera que lo sigan haciendo en los próximos años. Pese a esto, probablemente, el incremento del PIB que veamos estará por debajo de la tasa de crecimiento que podría alcanzarse con una economía más integrada.

Los efectos de los aranceles en los precios de los bienes en EE. UU. son cada vez más visibles. Durante los próximos meses es probable que el traslado gradual se acelere y que se produzca una inflación transitoria en Estados Unidos.

Por último, queda ver como terminan de adaptarse las empresas y los inversores. Las empresas deberán ser capaces de elegir con precisión quirúrgica qué inversiones realizan. Por su parte, los inversores, que cada vez reaccionan con menos aversión al riesgo al ruido generado por las noticias arancelarias -o quizás ya se hayan cansado de tantos titulares y falsas alarmas-, deben ser capaces de entender los verdaderos efectos en el largo plazo.