

Equilibrios que engañan, desequilibrios que se sostienen

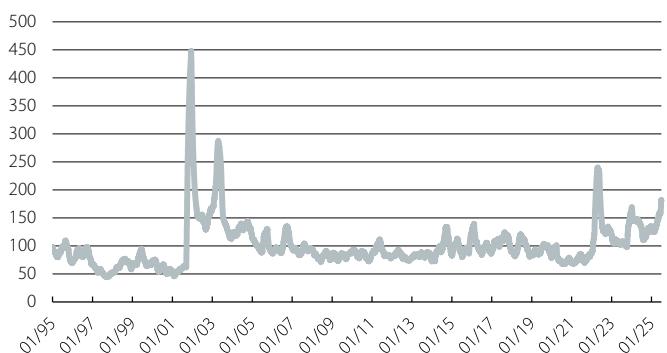
La geopolítica y la incertidumbre delinean el escenario global. La tregua anunciada entre Irán e Israel a finales de junio, tras días de ataques y un bombardeo de EE. UU. a tres bases del programa nuclear iraní, se sumó a la cadena de episodios de tensión geopolítica que marcan los últimos meses y años. A pesar de que la tregua atajó los temores de un conflicto regional extendido y de una disrupción de la oferta de petróleo, el episodio recordó que la coyuntura sigue condicionada por la amenaza de nuevas disrupciones de oferta. Por su parte, la cumbre de líderes de los países de la OTAN llegó a un acuerdo para aumentar el gasto en defensa hasta el 5% del PIB (3,5% + 1,5% adicional en ciberseguridad, infraestructura, etc.). Entre conflictos abiertos o en pausa en distintas geografías, la fragmentación del tablero geopolítico a nivel global seguirá condicionando el escenario macroeconómico. Otra dimensión clave del entorno económico es la incertidumbre. A diferencia del riesgo (geopolítico u otro), esta se refiere a la imposibilidad de anticipar los eventos con cierto grado de certeza o probabilidad. Esta dimensión es particularmente visible en datos de incertidumbre por categorías, recopilados a partir de largas bases de datos de periódicos estadounidenses, donde, a diferencia de episodios anteriores, se observa un repunte generalizado en todas las categorías. Asimismo, en EE. UU. los principales índices de confianza del consumidor se han deteriorado en los últimos meses, mientras que las encuestas empresariales apuntan a la incertidumbre, los aranceles y los riesgos geopolíticos como los principales retos.

Aranceles: entre pausas, acuerdos, cartas y amenazas. Tras 90 días de pausa, Donald Trump firmó una orden ejecutiva para extender la suspensión de los aranceles hasta el 1 de agosto. Transcurridos estos días, en principio se volverán a aplicar los aranceles recíprocos anunciados el 2 de abril, el llamado *Liberation Day*, que se saldó con fuertes turbulencias en los mercados financieros. En cartas ya enviadas a algunos de sus mayores socios comerciales, la Casa Blanca remarcó las condiciones para los acuerdos bilaterales propuestos y actualizó los aranceles que se aplicarían en caso de no acuerdo. A Japón, Corea del Sur o Malasia se aplicarían aranceles del 25%, a Sudáfrica el 30%, a Indonesia el 32% y a Tailandia el 36% (niveles iguales o muy cercanos a lo anunciado el 2 de abril), mientras que a Brasil se le aplicaría un arancel del 50%. Por otro lado, Trump anunció un acuerdo con Vietnam (sin detalles oficiales).

Una política fiscal en modo «grande y hermoso» de ambos lados del Atlántico. El proyecto de ley recién aprobado por el Congreso estadounidense se enfoca en recortes de impuestos, donde destaca la extensión permanente de las rebajas fiscales introducidas en 2017, así como las nuevas deducciones por propinas y horas extra, prometidas durante la campaña electoral. Del lado del gasto, destaca tanto el aumento del presupuesto en partidas de defensa y seguridad nacional como la eliminación de incentivos fiscales vinculados al IRA y recortes de gasto en sanidad. Las primeras estimaciones apuntan a que el déficit total podría superar el 7% del PIB en los próximos años, mientras que la deuda federal superaría el 125% del PIB, notablemente por encima de los niveles actuales (sobre el 100% del PIB). Por su par-

Global: riesgo geopolítico

Índice (100 = promedio 1985-2019)

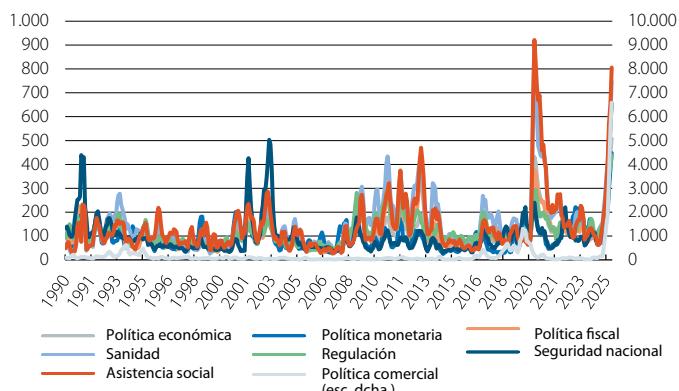


Notas: El índice se construye a partir de artículos de periódicos, mediante la búsqueda de palabras clave relacionadas con riesgos geopolíticos en los archivos electrónicos de 10 periódicos publicados en inglés. Un valor más alto para el índice señala un aumento del riesgo. Se muestra el promedio de 90 días.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Caldara, D. y Iacoviello, M. (2022), «Measuring Geopolitical Risk» (descargados desde <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> el 01/07/2025).

EE. UU.: incertidumbre por categorías

Índice (100 = promedio 1985-2010)

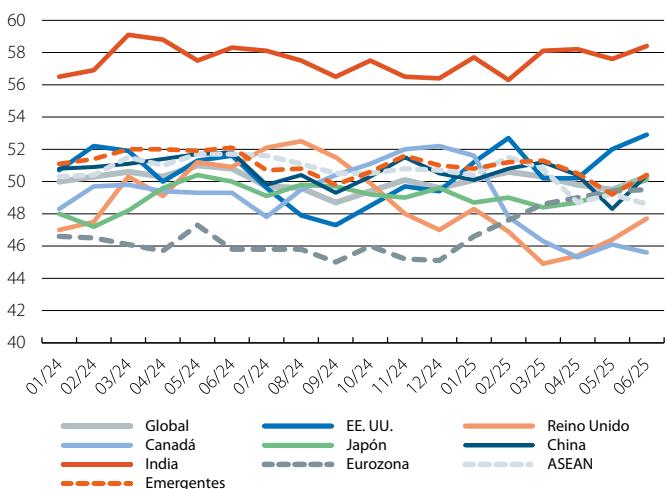


Notas: Los índices se construyen a partir de artículos de periódicos, mediante la búsqueda de palabras clave relacionadas con la incertidumbre en distintos ámbitos. Los datos se derivan de la base de datos Access World News, que contiene más de 2.000 periódicos estadounidenses. Cada subíndice contiene términos económicos, de incertidumbre y de política, así como un conjunto de términos específicos de cada categoría. Se muestra el promedio de tres meses. Cada serie se normaliza para tener una media de 100 en el período de 1985 a 2010.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Baker, S., Bloom, N. y Davis, S. (2016), «Measuring economic policy uncertainty», The Quarterly Journal of Economics, 131 (4), 1593-1636 (descargados desde https://www.policyuncertainty.com/categorical_epu.html el 01/07/2025).

Global: PMI de manufacturas

Índice



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

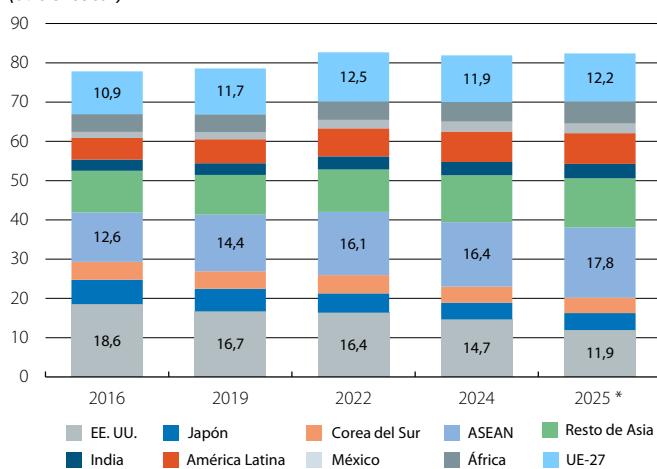
te, el Parlamento alemán aprobó un proyecto presupuestario para 2025-2029, donde se recoge un incremento del gasto federal de más de un 6,0% en 2025 y superior al 3,0% en 2026, por el incremento del gasto en defensa y en inversión. Asimismo, en los próximos años, el déficit presupuestario de Alemania debería situarse por encima del límite del 3% establecido por la UE.

Pese a la geopolítica, la incertidumbre y los aranceles, la economía global aguanta. El PMI manufacturero global se situó en los 50,3 en junio y recuperó su nivel de marzo, tras dos lecturas por debajo de los 50 puntos en abril y mayo. Por países, en EE. UU. el PMI se situó en los 52,9 puntos (un máximo desde el inicio de 2022). El análisis por componentes muestra un aumento de la producción en EE. UU. en el último mes, pero también de la compra de *inputs* y crecimiento de los precios, síntomas de una tregua arancelaria parcial y temporal. En la eurozona, el PMI manufacturero se situó en los 49,5 puntos (máximo desde el verano de 2022), mientras que en China se recuperó hasta los 50,4 puntos, tras una breve caída en mayo, la misma cifra que para el conjunto de las economías emergentes, donde también se observan subidas en junio. La mejora generalizada del PMI manufacturero en junio y la estabilidad del PMI mundial en torno a los 50 puntos en lo que va de año muestran una economía global que sigue aguantando múltiples *shocks* y avanza a ritmo moderado. Entre otros testigos de las tímidas perspectivas para la economía global, se encuentran las economías de Canadá y los países ASEAN, cuyos PMI (45,7 y 48,8 puntos en el 2T, vs. 49,9 y 51,0 en 2024, respectivamente) apuntan a una contracción más clara de la actividad manufacturera en el 2T.

Datos del 2T mixtos, tras un 1T con más sombras que luces. La última estimación del PIB del 1T de EE. UU. mostró que la demanda interna se ralentizó más de lo pensado. A pesar de que la variación del PIB se mantuvo sin cambios (-0,1% intertrimestral), destaca el sustancial ajuste sufrido por el consumo privado, motor clave de la economía estadounidense en los últimos años, con un crecimiento intertrimestral que se rebajó en 0,3 p. p., hasta el 0,1%. Los datos económicos disponibles para el 2T apuntan a un trimestre de moderación. En EE. UU., las ventas minoristas cayeron un 0,9% intermensual en mayo. Por otro lado, el «grupo de control» (que excluye componentes como vehículos, gasolina o restaurantes, y se considera más estable para medir la evolución de la actividad) creció un 0,4%, lo que apunta todavía a una solidez del consumo. En este entorno, el mercado laboral estadounidense se mantiene sólido. En el 2T, se crearon un promedio de 150.000 empleos al mes, frente a 111.000 en el 1T, mientras que la tasa de paro cayó del 4,3% al 4,1% en junio. En la eurozona, las ventas minoristas crecieron un 1,8% interanual en mayo (vs. 2,7% en abril, 2,0% en el 1T) y la tasa de paro subió ligeramente (6,3% en mayo vs. 6,2% en abril), y el índice de confianza ESI se mantuvo a la baja en junio (94 puntos vs. 94,8 anterior). En China, las ventas minoristas crecieron un 6,4% en mayo (vs. 5,1% de abril), una aceleración que se puede atribuir a los programas de estímulo al consumo de bienes duraderos, que crecieron a tasas de doble dígito. La producción industrial creció un 5,8% interanual (vs. 6,1% en abril), en un mes en el que las exportaciones de bienes se ralentizaron (+4,8% vs. +8,1% anterior). Entre vientos de cara a nivel interno y externo, el gigante asiático va creciendo a un ritmo moderado, apoyado por la política fiscal y un sector exportador que se va adaptando a un difícil entorno.

China: exportaciones

(% del total)

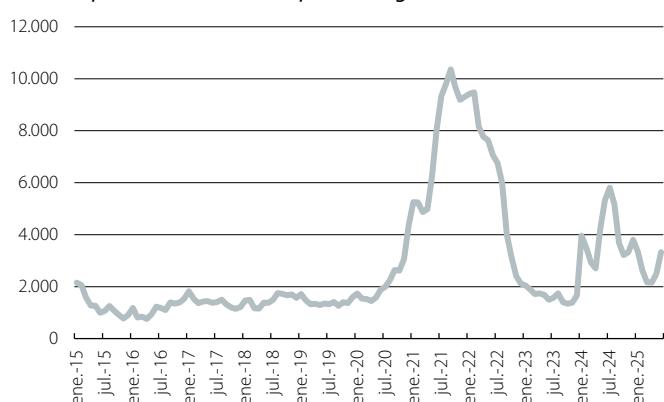


Nota: *Para 2025, se utilizan datos de exportaciones acumulados entre enero y mayo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadísticas de China, vía Bloomberg.

Global: precios de fletes de contenedores

(Dólares por contenedor de 40 pies de largo)

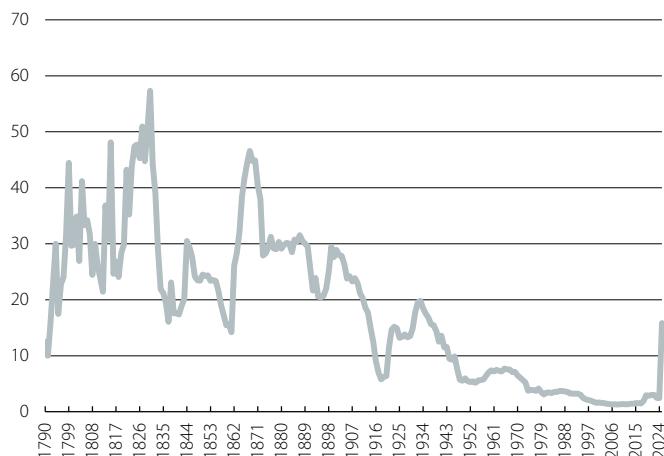


Nota: El índice mundial de contenedores (WCI, por sus siglas en inglés) recopilado por Drewry informa sobre los precios de fletes de contenedores en el mercado spot para las principales rutas comerciales este-oeste. El índice compuesto representa un promedio ponderado por volumen de las ocho rutas de envío, que incluyen: Shanghái-Róterdam, Róterdam-Shanghái, Shanghái-Génova, Shanghái-Los Ángeles, Los Ángeles-Shanghái, Shanghái-Nueva York, Nueva York-Róterdam y Róterdam-Nueva York.

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

EE. UU.: arancel efectivo aplicado

(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir del The Budget Lab, de la Universidad de Yale (descargados desde <https://budgetlab.yale.edu/research/effective-tariff-rates-and-economic-uncertainty-rapid-policy-environment>, el 01/07/2025).